全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Questions Three

在投资方面永远胜人一筹
当代投资大师的经典方法论

The Only Three Questions That Still Count

投资最重要的三个问题

战胜市场的三个永恒秘诀

[美]肯·费雪 拉拉·霍夫曼斯 珍妮弗·周 /著
（Ken Fisher）（Lara Hoffmans）（Jennifer Chou）
谢天 /译



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

投资最重要的三个问题

战胜市场的三个永恒秘诀

[美] 肯·费雪 (Ken Fisher) 拉拉·霍夫曼斯 (Lara Hoffmans) 珍妮弗·周 (Jennifer Chou) /著
谢天 /译

中信出版社 · CHINACITICPRESS · 北京 ·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资最重要的三个问题 /（美）费雪，（美）霍夫曼斯，（美）周著；谢天译. —北京：中信出版社，2014.5
书名原文：The Only Three Questions That Still Count: Investing by Knowing What Others Don't
ISBN 978-7-5086-4472-1
I. ①投… II. ①费… ②霍… ③周… ④谢… III. ①股票投资 IV. ①F830.91
中国版本图书馆CIP数据核字（2014）第047847号

The Only Three Questions That Still Count: Investing by Knowing What Others Don't by Ken Fisher
Copyright © 2012 by Fisher Investments.
This book is a revised edition of The Only Three Questions That Still Count: Investing by Knowing What Others Don't published by John Wiley & Sons,Inc., 2007
Simplified Chinese translation Copyright © 2014 by China CITIC Press
All rights reserved. This translation published under license.
Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

投资最重要的三个问题

著　　者：[美]肯·费雪　[美]拉拉·霍夫曼斯　[美]珍妮弗·周
译　　者：谢　天
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座　邮编　100029）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京通州皇家印刷厂

开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：23.5　　字　　数：320千字
版　　次：2014年5月第1版　　印　　次：2014年5月第1次印刷
京权图字：01-2012-4275　　广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书　　号：ISBN 978-7-5086-4472-1/F · 3150
定　　价：68.00元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。
服务热线：010-84849555　　服务传真：010-84849000
投稿邮箱：author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录 Contents

第1章 第一个问题：你的哪些信仰实际上是错误的?

如果你知道一件事是错误的，你就不会相信它了 / 003
错误的关联 / 010
换一个角度思考问题 / 019
如果你大错特错了 / 026

第2章 第二个问题：你能理解什么别人无法理解之事?

理解无法理解之事 / 037
忽略丛林里的石块 / 038
避免脱离媒体和盲目从众 / 039
关于收益率曲线的惊人秘密 / 045
收益率曲线想要告诉我们什么 / 057
总统任职周期 / 066

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 第三个问题：我的大脑在怎样误导我？

这不是你的错 / 079
打破石器时代遗留的思维定式——骄傲与悔意 / 085
“羞辱者”最常用的手段 / 099
把你的脑袋从洞里探出来 / 101

第4章 资本市场技巧

建立并应用资本市场技巧 / 111
没有什么会永远有效 / 115
提高预测的准确率，但不要像专业人士一样预测 / 121
最好在全球范围内寻找基准 / 130

第5章 到底是不是空无一物

我祖父和斯泰因的经验 / 153
问题的核心：石油与股票 / 159
应该在 5 月卖出股票 / 171

第6章 不，事实正好相反

如果你错了——大错特错了 / 181
乘数效应与瘾君子 / 189
让我们试着把一种赤字变成另一种赤字 / 196
新的金本位制 / 202

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 令人震惊的事实

供给与需求，仅此而已 / 213
美元疲软还是坚挺——有何影响？ / 228

第8章 “羞辱者”与人类落后的思维方式

市场的可预测性 / 241
股市泡沫剖析 / 249
熊市的几个基本规则 / 259
造成熊市的原因是什么？ / 273

第9章 制定有指导性的投资策略

坚持遵循自己的投资策略 / 283
四个重要的规则 / 289
最后！如何选择一只只涨不跌的股票 / 307
你应该何时卖出股票？ / 314

结 论 到了说再见的时候了 / 323
致 谢 /329
附录一 因果关联与关联系数 / 331
附录二 没有参考价值的新闻 /335
附录三 更没脑子的傻瓜 /337
附录四 我讨厌基金 /339

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第 1 章

第一个问题：你的哪些信仰实际上是错误的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你知道一件事是错误的，你就不会相信它了

如果你知道一件事是错误的，那你从一开始就不会相信它，这一点没有人会反对。但是在当今世界上，一些行业的技巧被宣传得神乎其神，我们相信的很多东西其实已经是错误的了。这与很久之前人类相信地球是平的没什么两样。

即使你相信了错误的论调，也没有必要责怪自己。几乎所有人都犯过这样的错误。一旦你意识到并接受了这一点，那么你比其他任何人成功的机会都要多。

如果区分事实真相与错误的宣传轻而易举，世界上就不会有那么多伪真相了。尽管不容易，这也不是不可能做到的。对人们来说，要真正做到这一点有一个难题，就是要以批判的眼光来看待之前的所有信仰——几乎没有人会喜欢这样做。事实上，大多数人都不喜欢进行自我审视，而更情愿说服自己（和他人）的信仰是正确的。但实际上，对于你自以为了解的任何结论，你都不应该相信。

为了理性地分析我们所坚持的错误信仰，我们必须首先思考：为什么有那么多人相信假象呢？为什么这些假象得以存在几十年，让人们以为它们才是事实？还是那个观点：人们愿意相信错误的事，因为人们很少认真地审视自己的信仰，尤其是他们相信的东西看起来很符合逻辑，而且周围的人都同意自己的想法。

在社会关系中，人们往往倾向于反对别人的观点，比如有人会说：“我知道某某（这里可以指美国的共和党人或民主党人）的观点都是虚伪的！”但是我们却没有想过要质疑自己的想法，也不会像爱因斯坦、爱迪生或是牛顿那样思考宇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宙的本质。我们会本能地接受老一辈人或者比我们有智慧的人传授给我们的知识，而不会想到要去质疑，因为我们相信一些真理是我们无力质疑的。生活中这种情况屡见不鲜。我的意思是，如果连他们都无法解决问题，那我又怎么有这个能力呢？

在这里举一个求医问药的例子。我们生病时会主动跑到医生那里，先描述一下病症，听听医生的诊断，再拿着处方去开药。通常来讲，这个流程是没什么问题的，因为医学是一个集科学与技能于一身的行业，两者在很大程度上并行不悖——但这还不够完美，因为这个行业仍有很多未解之谜——经过一段时间，在科学的辅助和推动下，相应的技能将会提升。在做很多事方面，我们都有固定的、运行良好的流程，因此对于缺乏这种流程的领域，例如资本市场，就往往会视而不见。

你可能会与其他的投资者分享很多信念。几十年来，这些信念被印在了教科书上，刚刚踏入投资领域的人最开始接触到的就是它们，甚至我们身边的大人物也接受了它们。你以为自己是谁啊，还敢对这些观点提出质疑？

而你恰巧就是那个最应该提出质疑的人！

例如，投资者往往坚持一个观点：如果股票市场的市盈率较高，那么与市盈率较低的情况相比风险就更高，上涨的空间也比较有限。乍一看上去，这似乎很有道理。市盈率高表明一只股票的价格（或整个股市的价格）与收益相比高出很多。由于差距比较大，人们会认为市盈率高意味着一只股票的价格高出了其实际价值，很可能开始下跌。这个观点听起来很符合逻辑，长期以来也是投资当中的一个基本准则，绝大多数人都赞同它，因此如果你跟朋友说这是错误的，他们会强烈地反对你、嘲笑你，甚至认为你没有素质。

但是我在 15 年以前就已经通过数据证明，不管市盈率有多高，它本身不能反映市场风险或收益水平。抛开数据不谈，如果你觉得理论比较有说服力（我们之后会讲到理论），仍然会发现市盈率跟市场风险或收益没有因果关系。但是如果你跟别人这样讲，尤其是那些经过训练、在投资方面知识较为丰富的人，他们会认为你疯了——这真是个很大的打击。

如果我们接受了市盈率本身不能预测未来收益这个事实，当人们为市场上的高市盈率而感到慌乱和惴惴不安的时候，我们就可以赌市场不会衰退。虽然这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做不会经常起作用，因为别人也可以站在我们一边，从而打压市场（我们之后会讨论如何更好地看清形势），不过大部分情况下，这种方法还是有效的。同样的道理，如果市场上的市盈率较低，人们对此应该是很乐观的，那我们仍然可以持相反的观点。关键在于，我们要看清事实真相，而不是道听途说。这是科学投资方法的基本道理。

这些流行的错误观点（比如市盈率），大多数最优秀、最聪明的人都相信，并通过各种媒体传达给普通投资者。他们不希望遭到任何人的质疑，不管是你、我，还是其他人。我们坚信他们是正确的，就像天主教徒对圣父、圣子、圣灵三位一体的信仰，或者环保人士对全球变暖的坚持，不需要任何证据来证明。我的天哪！居然没有人来质疑他们，没有人表达异议！如果你这样做了，你就会被视为异教徒，说你亵渎了正统的信仰。而且正因为没有人持反对的观点，整个社会都觉得没有必要要求这些宣扬投资真理的人提供可靠的数据来证明。也正是因为这样，迷思才得以继续流传。

为什么没有多少人愿意寻求确凿的证据来证明大家普遍接受的投资观点是否正确呢？为什么投资决策不能像修理汽车一样得到严格的检查呢？至少，我们应当对金融业提供的报告持怀疑态度。为了将你现在在投资方面的成果维持下去（或者扭转颓势），你应当学会怀疑，应当做一个怀疑论者，勇敢地告诉皇帝他其实没有穿衣服。看看你周围，思考一下你和投资伙伴们坚持的真理是否正确。但最重要的事，就是怀疑自己。

很久之前，我在读报刊或者收听新闻的时候经常会发现一些错误，我会通过自己一个人的力量展开调查，来证明我的观点是正确的。（人们都喜欢证明自己是对的。）我会搜集一些材料并进行数据分析，以证明他们的错误和我的正确，而且几乎每次我都是正确的，为此我很满意。（一个人往往集被告、法官、陪审团和行刑者于一身，每次的判决都对自己有利，这非常不可思议。）但后来我意识到我的做法并不对。我应该从媒体报道中寻找我认为**正确**的观点，并做调查来证明它们是不是真的没问题。

为什么要这样做呢？

如果我认为报道是真实的，那么很可能绝大多数人也这么认为，即使不是所有投资者甚至是所有人。如果我们都错了，那实际影响力就比较大了。如果我能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够证明我是错的，同时大多数人也都是错的，那我就掌握了非常有价值的信息。我可以通过这个信息来下一个和其他人相反的注。这就是了解别人不知道的信息的一种方式。

假设我认为是因素X导致了结果Y。如果我是这样想的，那么很可能大多数人也这样认为。如果我错了，那么其他人也就错了。当X发生时，大家都会判定Y也将发生。假设我了解到X并不能导致Y的发生，那么应该有其他原因导致Y发生。这就意味着在X出现以后，Y的发生并不是一个必然事件，它与X没有必然的关联。因此，如果X出现了，其他人仍然会赌接下来Y将发生，而我就可以赌它不会发生，而且我赢的概率比较大。（如果我能搞清楚导致Y的原因是什么，那我的胜算就更大了。我们将在第 2 章和第二个问题中讨论这一步骤。）

市盈率问题在这里是一个很好的例证。假设市场的市盈率大幅上升，一般的投资者发现了这一点就会得出结论认为风险增加、未来收益预期降低，并认定市场表现不佳。有些时候股票价格可能的确会降低，但大多数情况下股价依然会上涨，因为市盈率本身并不能告诉你市场风险的大小和市场未来的发展方向。

每当我看到市盈率升高，投资者对其产生了恐惧，我就可以断定股票市值不会下降。在 2000 年那样的情况下，我可能会输；但更多时候，例如在 1996、1997、1998、2003 和 2009 年，我就会赢。我不指望你们能马上理解我的意思。现在，我只希望你们相信有关市盈率的传统观点，而无须质疑它（我们之后会具体讨论这一点）。我希望你们能问问自己的内心，你们是否认为这个传统观点是错误的，是否有胆量去反对它，并相信自己有较大的胜算。

运用第一个问题

思考成功的投资活动时必须首先保证不出错，然后要做一些正确的事。希波克拉底广受赞誉的一句名言是“无损于患者为先”，这也是一个好的投资原则。

首先，为了不出错，你必须思考你的信仰，问问自己它是不是正确的，是不是符合实际。你尽管放开手脚，大胆地对你知道的每一件事展开质疑。大多数人都不愿意这样做，因此如果你做了，你就会占有很大的优势。我们要思考的第一个问题就是本章的标题：你的哪些信仰实际上是错误的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你必须对自己坦诚，才能正确地思考这个问题。很多人，尤其是投资行业的人，都不愿意承认自己的错误。他们会告诉你他们的表现很好，甚至自己也相信了，但实际上他们表现得并不好。他们自己从不展开可靠的研究分析。你需要意识到，不管是你自己，还是你相信的专家、学者，在很多基本的问题上都有可能出错。我也一样!

你是否曾经问过自己有关资本市场的问题?问问你自己，你的信仰是不是错误的，是否需要认真进行审查。作为人类，我们往往过于自信，这并不是一个新的现象。行为科学家会说，我们石器时代的祖先仅仅用石头和木棒武装自己就敢去追捕体形庞大的野兽，他们实在是过于自信了。可如果他们反省一下自己，并理性地认识到向水牛投掷木棍实在是太愚蠢了，那他们的家人和族人就要饿肚子。事实上，过于自信——也就是在理性告诉自己做不到的时候，仍然相信自己能够成功地做一件事——正是我们在某些领域获得成功的基本要素，也是种族成功进化的必要条件。然而，在资本市场领域，过分自信就会造成伤害（我们将在第3章具体讨论这一点)。

正因为如此，投资者们不愿意反对人们普遍接受的观点。如果我们这样做了，我们很快就会发现，市场会尽所有的人力、物力和财力来羞辱我们。我给市场取了一个绰号，叫作“巨大的羞辱者”。自此，我的目标就变成了尽量与“羞辱者”互动，同时努力避开它的羞辱。

市场是个公平的羞辱者，每一个人无论贫富、肤色、身材、性别、在投资方面是个新手还是专家，都会受到它的羞辱。但坦白讲，我遭受的羞辱比你们要多得多。对于市场来说，羞辱你很有趣，但是羞辱我更有趣，因为我（也许）是一个公众人物，是一个比较大的目标。你们可以试着想想市场有多么热衷于羞辱沃伦·巴菲特。你的地位越高，它就越会注意到你。但在现实中，它仍然努力让每个人都遭殃，而且在这方面它从不失手。它实在是太贪得无厌了!

那么对于你个人来说，如何能最大限度地满足它呢?只要以每个人都掌握的信息为依据，将全部家当都掏出来下注就可以了。那么如何避免它的羞辱呢?答案就是尽量了解别人不知道的信息，并将赌注都下在这些信息上。

请试着通过我教给你的方法来思考第一个问题，从媒体报道中寻找与你的想法吻合的观点，列一张单子。这些报道可以是关于某一只股票、整个资本市场、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各国货币或者任何板块的。你可以把任何能够影响你决策的内容都写下来，比如某一只股票的涨跌和资产分配等。

然后，在另一个地方写下你没有参考任何数据或信息做出的所有决策。在这些内容里，你总能找到自己始终坚持的观点，这些观点可能是正确的，也可能是错误的。根据所有人都掌握的信息做决策时，你要特别谨慎。你可以把这些决策都用明显的记号标注出来，问问自己是否有足够的证据来证明这些决策是正确的。有吗？很多决策者都会发现自己找不出多少证据。

那些蒙骗了你的假象

举例来说，你持有一只市盈率较高的股票。你相信市盈率高意味着股票价格过高，因此你决定抛售这只股票，买入另一只市盈率比较低的。这是一个比较理性的决策，你之前可能屡试不爽，而且大多数人也都认为这个决策是正确的。

但是高市盈率对某一只股票或者整个市场是否真的有坏处呢？你自己研究过相关数据吗？如果你思考过这个问题，你又是在哪里找到答案的呢？你是查过数据，还是什么都没有做，仅仅认为传统智慧或者某个所谓的专家的观点是正确的？

再举一个例子。假设你现在持有的一只股票在牛市表现不错，但在熊市表现一般——这是一只典型的波动性较高的股票。然而，你知道美国联邦政府的预算赤字越来越高，已经达到了历史最高点并且“无法再继续增长下去”，并且知道如果联邦预算赤字不受控制就会“对经济造成危害”，进而“对股票市场造成危害”。赤字造成的债务需要未来几代人来偿还，市场迟早会做出反应，对吧？从长期来看，赤字的压力会产生涟漪效应，阻碍经济增长和收入的增加。根据当前赤字的规模，你可以判断出熊市早晚会出现。在这样的情况下，你持有的高波动性股票会大幅下跌，对你来说就是严重的损失。

但是你怎么知道预算赤字达到最高水平意味着股票价格将下跌呢？事实是否真的如此？很多人不会思考这个问题，也不会以历史为鉴。如果他们想到了，他们就会对股市保持乐观的情绪，而不是产生恐惧。从以往经验来看，美国或者其他国家的预算赤字升高往往伴随着高于平均水平的股市收益。不要害怕赤字，财政盈余过多才会导致市场不振。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能还是无法理解。赤字一定是不好的，盈余一定是好的，对吗？毕竟，在英语中，“deficit”（赤字）这个词与“deficient”（缺陷）源于同一个拉丁词根，那赤字一定是不好的！在类似的问题上，大多数人都不愿意动摇自己的信仰。大规模的赤字有坏处这个想法已经根深蒂固了，这个观点也被专业人士和非专业人员，以及美国两党成员广泛接受。在政治活动中，为了赢得更多民众的支持，最好的办法就是承诺降低财政赤字。这会让所有人都感到满意。

下面列出了一些你可能相信的流行观点，至少大多数人都相信。我们已经谈到了两点：

1. 市场上的市盈率高比市盈率低更危险。
2. 政府预算赤字过多没有好处。

我们再来看看其他的：

3. 美元疲软对股市无益。
4. 利息率上涨对股市没有好处，利息率下降才是好事。
5. 降低税率会导致债务增加，这对股市无益。
6. 油价上涨对股市和经济发展都有坏处。
7. 经济发展得好，股市就有前途。
8. 经济增速较快国家的股市比经济增速较慢国家的股市更繁荣。
9. 小盘股比大盘股的收益好。
10. 发展较快的公司比发展较慢的公司股票收益更好。
11. 价格低的股票比价格高的股票收益好。
12. 大额贸易赤字对股市来说是坏消息。
13. 美国的债务实在太多了。

这些观点你都很熟悉吧。大多数人坚持的观点往往是部分甚至完全错误的，以上仅列出了一小部分。例如，“美国的债务太多”这一观点早已经过时了。你可能会极力反对我，或者我的想法会让你非常生气，因为我动摇了你一直以来的坚定立场。如果我真的让你感到愤怒或者不服，那你真的得要读一读本书了。如果有人指出你的想法是错误的，正常人的反应都是跳出来反驳；而且如果遭到了进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步的挑衅，那么真的会有人气得发疯。

愤怒是一个很好的警告信号，因为它永远，**永远**跟恐惧相伴。愤怒的人往往感觉不到自己内心的恐惧。如果你真的感到愤怒或者不服，那你必须首先问问为什么自己的观点一定是正确的。你所坚持的信仰是错误的吗？它是一种偏见吗？你到底是不是正确的？有时候，上面列出的一些情况或者其他类似观点一部分是对的，一部分是错的，具体取决于现实情况（我们之后会深入探讨这个问题）。但最明显的问题是：你为什么必须要相信这些观点呢？

在我看来，你相信这些观点主要基于两个事实：(1) 它们符合常识，而你不太愿意对常识提出质疑；(2) 你周围的人往往同意这些观点，认为它们是正确的，而你也不愿意与多数人作对。

让我来证明你到底是对还是错（还是大错特错）

如果你打算根据第一个问题来驳斥投资领域传统的错误观点，那你基本上会得到三种结果：你可能始终是对的（但这个概率比你想象中的要小），你可能是错的，或者你大错特错了。任何一种结果都是好的，都有助于你下次做得更好。

下面我们深入研究一下第二种结果，也就是你错了的情况。你和其他投资者（包括专业人士和非专业人员）往往相信事情的发生是有原因的——例如X的发生是由Y导致的——但事实上，两者之间并没有必然的关联。现在你应该愿意接受我的观点了，不然你不会继续往下读。我们之前提到了高市盈率增加股市风险、降低预期收益这个流行的错误观点，并进行了驳斥。前面已经讲过，事实证明，高市盈率并不代表预期收益会下降，两者一点儿都不沾边儿。事实上，从历史经验看，高市盈率也可以带来非常好的收益，而且低市盈率也不代表股票的收益较好。

错误的关联

先抛开有关市盈率的错误观点容易让人接受的原因不谈，我们知道，绝大多数人都认为高市盈率意味着低收益和高风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这个信仰是真的，你就可以找到高度相关数据来证明所谓的原因和结果之间的相关性。一位统计学家可能会告诉你，即使找不到具体的因果关联，你仍然能够在两件事中间找到高度的关联性。但这位统计学家也会告诉你，没有高度的关联性，也就不会有因果关系（除非你陷入一种科学的非线性状态，但据我所知，这种状态在资本市场中根本不存在——不过你读完本书后可以通过三个问题自己去探索一下)。如果一个迷思被广泛地接受，你会发现关联性其实根本不存在，但是人们坚信它是存在的，并努力想证明和接受这一点。

投资者往往会搜集证据来支撑自己最喜欢的迷思，并为自己的立场进行辩护。他们坚信因素X导致了结果Y，而忽略了能够证明X根本不会导致Y的大量证据。现在让我们假设每一个人的初衷都是好的，但即使如此，人们也难免会将注意力集中在有利于支持他们偏见的证据上，而忽略与他们观点相反的证据。极力为自己的立场辩护是人之常情，谁都没有动力接受与自己立场相反的观点。人们通过不同的方式来支持自己：一是在回顾历史的时候，人们只能看到迷思被当作真理来看待的时期，而忽略了其他时期；二是扭曲X或Y的定义，这样从统计学的角度看，它们两个就是有关联的，之后便抛开被扭曲的定义不谈，广泛地宣传所发现的结果。因此，发现有利于普及错误观点的证据成了大家热衷的事。

为什么高市盈率不能说明任何问题

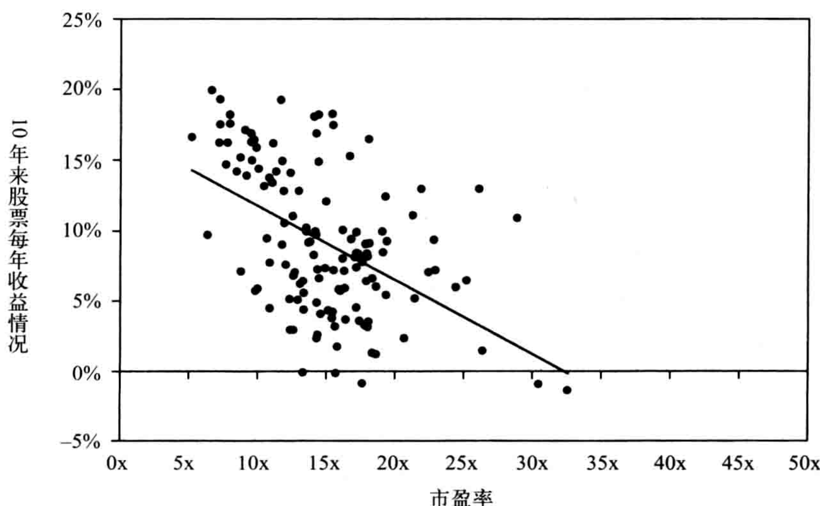
哈佛大学的约翰 · Y · 坎贝尔和耶鲁大学的罗伯特 · J · 席勒在1998年做了一项著名的研究，这是对X或Y进行重新定义的一个很好的例证。他们的论文并没有提出新的观点，因为人们对高市盈率的恐惧永远不会消散。他们仅仅给出了一些数据来证明高市盈率往往伴随着低于平均水平的收益率，这已经是大家普遍接受的观点了。

与他们1996年的研究相比，这是一个很好的改进。但这次的研究如此迅速地得到了大众的欢迎和认可，是因为它旧瓶装新酒，用新的统计数据将人们已经接受的观点又证明了一次。坎贝尔和席勒都是知名的学者。受到前期研究的启发，1996年艾伦 · 格林斯潘首先提出了股票市场的“非理性繁荣”。这个概念几乎在一夜之间就传遍了全世界，并被收进了我们的词库中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈尔·斯塔特曼是我的朋友，也是我的合作伙伴，他在圣塔克拉拉大学的利维商学院担任金融学教授。我跟迈尔合著了一篇论文，其中没有对坎贝尔和席勒提供的数据进行反驳，而是换了一种论证方法，利用同样的数据，使文章的结论更为合理。在此过程中，你会发现市盈率水平不能说明任何问题。我们的论述从始至终都是围绕着第一个问题展开的，很多基本观点都源自我们合著的论文《市场预测中的认知性偏见》。

坎贝尔和席勒在研究中发现，高市盈率的影响跟人们的期待没有什么差别，即在 10 年后会导致收益低于平均水平。首先，他们记录了 1872 年以来每年年初时的市盈率水平，以及当年的年度市场收益情况。这个时期的数据勉强可以算是可靠的。在 1926 年标准普尔 500 指数开始应用之前，投资行业使用的是考尔斯数据（Cowles data），尽管存在缺陷，它在业内的应用仍然较为广泛。（所有旧时的数据库都是有缺陷的，你能找到的任何年代久远的数据都有很多问题。在所有的数据中，考尔斯数据的准确度相对较高。）接下来，他们将每一年的数值在一张表上表示出来，形成了分散的点。将所有的点连成一条曲线后，他们发现这条曲线的走势不太乐观（参见图 1–1）。



资料来源：罗伯特·J·席勒，伊博森分析数据，全球金融数据公司，标准普尔指数，美联储和汤森路透

图 1–1　年初市盈率水平与全年股票收益之关系（1872~2010年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 1–1 尽可能地再现了他们的假设，根据标准普尔 500 指数和考尔斯数据显示了 1872~2010 年间的市盈率情况。

我对他们的研究进行了补充，添加了 1998~2010 年的数据，以保证该研究对现在也有指导意义。但即使我没有这样做，你们也能猜得到结果。下行的线不会对你产生影响，你只会注意到分散的点在线的两侧分布得毫无规律可言，它们就像在风中疯狂扫射机枪留下的弹孔。

我研究的关注点在于，坎贝尔和席勒给市盈率下了一个出乎大家意料的违反常规的定义，并以此作为研究工作的出发点。他们创造出了“平滑市盈率”的概念，即用每股价格除以过去 10 年**实际**收益的年平均数得出的结果。（**实际**收益是指将通货膨胀因素考虑在内的收益水平。）看上去很有道理，不过这与大家通常对市盈率的理解有些出入，是吧?

如果按照他们的方法计算，那应该如何定义通货膨胀呢？我打赌你们会参考 CPI（消费者价格指数）之类的标准。（如果你在谷歌上搜索“通货膨胀”，首先蹦出来的就是 CPI。）好笑的是，他们采用的是最不常用的批发价格指数，这又超出了我们思考的范围。因此他们没有按照大家习惯的方式给市盈率下定义，而是以大家都不会想到的通货膨胀指数为基础，使用了包含通胀因素的过去 10 年的市盈率指标。你明白了吗?

你通常理解的市盈率概念没有任何的数据支撑。然而，坎贝尔和席勒给市盈率重新下的定义与社会上流行的观点相一致，即高市盈率意味着低收益和高风险，全世界的人似乎都偏爱这个想法。

在统计学中，**拟合系数**这个计算方法用于体现两个变量之间的相关性，也就是一个变量的变化如何对另一个变量产生影响。（听起来很复杂，但实际上却很简单。我会在附录一中说明如何寻找关联系数和拟合系数。）坎贝尔和席勒在研究中得到的拟合系数为 0.40，这意味着股票收益的 40% 都与另一个变量有关，在这里也就是他们重新定义过的市盈率。从统计学的角度来看，这样算似乎没什么问题（尽管不是特别有说服力）。这个成果虽然不能极大地支持他们的理论，至少也为他们的假设提供了依据。

注意：坎贝尔和席勒的研究受到了广泛的欢迎，不管它有多大作用，它与整个社会长久以来坚持的观点相符合。如果你提供数据试图推翻它，那你的数据不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会赢得多数人的支持。这也是好事，因为当你发现了真理，在短时间内没人会跟你争夺这个成果。

如果我们利用同样的基本数据和市盈率的传统定义来重新做这项研究，研究1872~2010年间的未来10年期实际收益，那我们得到的拟合系数为0.25。市盈率最多只能说明10年期收益的25%——这个数字已经很高了，几乎不会出现。而其余75%完全是由其他变量来决定的。如果拟合系数为0.25，我不会下注，你也不应该下注。换个说法，坎贝尔和席勒得出的拟合系数为0.40，我们得出的为0.25，因此他们的结果在很大程度上是根据对市盈率的不同定义得出来的。

这个迷思并不难反驳。通过从谷歌的财经板块获取数据并用Excel表格进行处理，你也能得出同样的结论。如果这不是一个迷思，而是一个事实，你就会发现在研究中根本没必要运用数据来证明，也没必要进行数学分析。

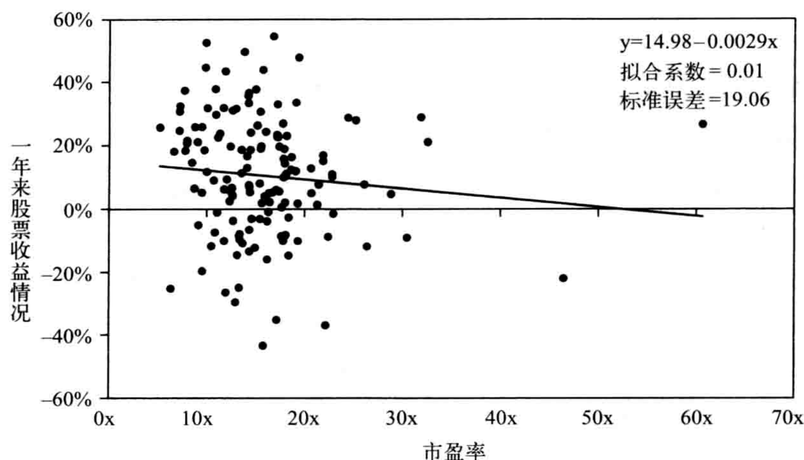
但还有另一个问题有待解决。即使他们的结论没什么问题，可有谁会在意别人怎么看待未来10年的收益呢？投资者最关心的是今年和明年，也就是现在和不远的未来应该怎样做，而不是未来10年。1996年以后连续4年股票收益出现大幅增长，但随之而来的却是一个大熊市，那么如果你现在处于1996年，你会真正关心未来10年的收益如何吗？你会甘心错过股市的上升时期，而在不景气的年份一直持股吗？短期的简单市盈率已使“高市盈率有风险”的理论土崩瓦解，我们之后还会证明这一点。

此外，预测长期的股票收益几乎是无法做到的，原因在于长期的股票价格主要是由普通股供应量的变化决定的，而按现有的知识水平，这一点没有人能预测出来。我提出这个观点的时候，一些学术界的朋友很愤怒。但我之前说过，如果有人生气了，他们实际上是害怕了，而且不太敢正视自己内心的恐惧。这一次，我想可能是因为几乎没有人用科学的方法研究证券供给和需求的变化。毕竟，从定义来看，证券的价格是由供给和需求来决定的。因此，这里有很多需要改进的地方，但到目前为止，尽管供给和需求是经济学的基本概念，改进工作却进展不大（我们将在第7章讨论证券的供给和需求问题）。

我们再来研究一下散点。这次我们使用比较常用、未经修改的市盈率的定义以及1872~2010年间的未来一年股票收益率（参见图1–2）。注意，这次得到的直线向下倾斜的斜率变小了，各个点的集中度也有所降低，这就像用机枪朝一个地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方扫射的时候有几颗子弹打偏了。这是否显示出了某种关联性呢？由于得出的拟合系数为0.01，所以答案是否定的。如果拟合系数达到0.25不太常见，那么拟合系数为0.01本身就是一种随机情况——绝对的随机情况。



资料来源：伊博森分析数据，全球金融数据公司，标准普尔指数，美联储和汤森路透

图 1–2 一年来股票收益（有重复部分）与市盈率的关系（1872~2005年）

在不存在关联的情况下找出关联是一件相当有创造性的事情。这里的确不存在关联。如果你想依靠自己的努力对错误的观点提出不同的想法，你根本不需要借助超级计算机或者其他高科技设备。如果你要用极为复杂的数学公式来证明一个市场迷思的存在，那你的假设可能是错误的。你越是需要临时找出证据和限定性条件来支撑你的分析研究，你就越有可能人为地使研究结果接近你的假设。这种行为并不科学。

如果不科学，那么会是科学的吗？

前面我们已经证明了，高市盈率和低收益（或者高收益）之间没有关联性。即使有明确的证据表明高市盈率并不意味着股票的收益低，一些人仍然固执地抱着这个想法不放。不妨换个角度来思考：你可以试着研究一下市盈率较高而且股票收益也很丰厚的年份，你一定会很吃惊的。此外，在此前连续13年的高市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过后的一年，股票收益也并不算低——之前的那些年股市情况似乎并不好，但有的年份股市还不错。这不是通过具体的数据来证明的，但也给了你一些启示。

还需要更多的证据吗？这里其实不需要特别复杂的计算。图 1–3 中是一些简单的正态分布，体现了市盈率与下一年度股票市场收益的关系。

图中的正态分布情况是这样得到的：我们记录了 1872 年以来每年 1 月 1 日当天整个股市的市盈率水平，并按照市盈率从小到大的顺序排列。接下来我们将这些数据穿插开来，排成大家所熟悉的正态分布的形状，因此不相邻的年份因为市盈率相近而被排在了一起。“正常的”市盈率被放在了中间的位置，“过高”和“过低”的市盈率则被排在两端。

在记录过去 139 个年度的市盈率和下一年股市收益时，你能看出一个非常令人惊讶的规律：大多数时候，股指在一年之内的下降幅度达到两位数——这是所有人都不希望看到的可怕情形——都是在市盈率低于 20 的时候发生的，而不是在市盈率很高的时候发生的。

在过去的 139 年中，美国股市总体收益下降 10%以上的情况共有 20 年，其中有 16 年（总体收益下降 80%的情况）市盈率都处于中低水平（参考正态分布图）。有 15 年（总体收益下降 75%的情况）都发生在正态分布的中间部分，也就是市盈率处于“正常水平”的部分。这些数据还不足以用来反驳流行的迷思。任何人都能从网上找到它们，也都可以重新整理它们，根本不需要复杂的计算，只需花费一点儿时间。但是大多数人都不爱思考，不愿意付出努力，因此迷思就这样继续流行。

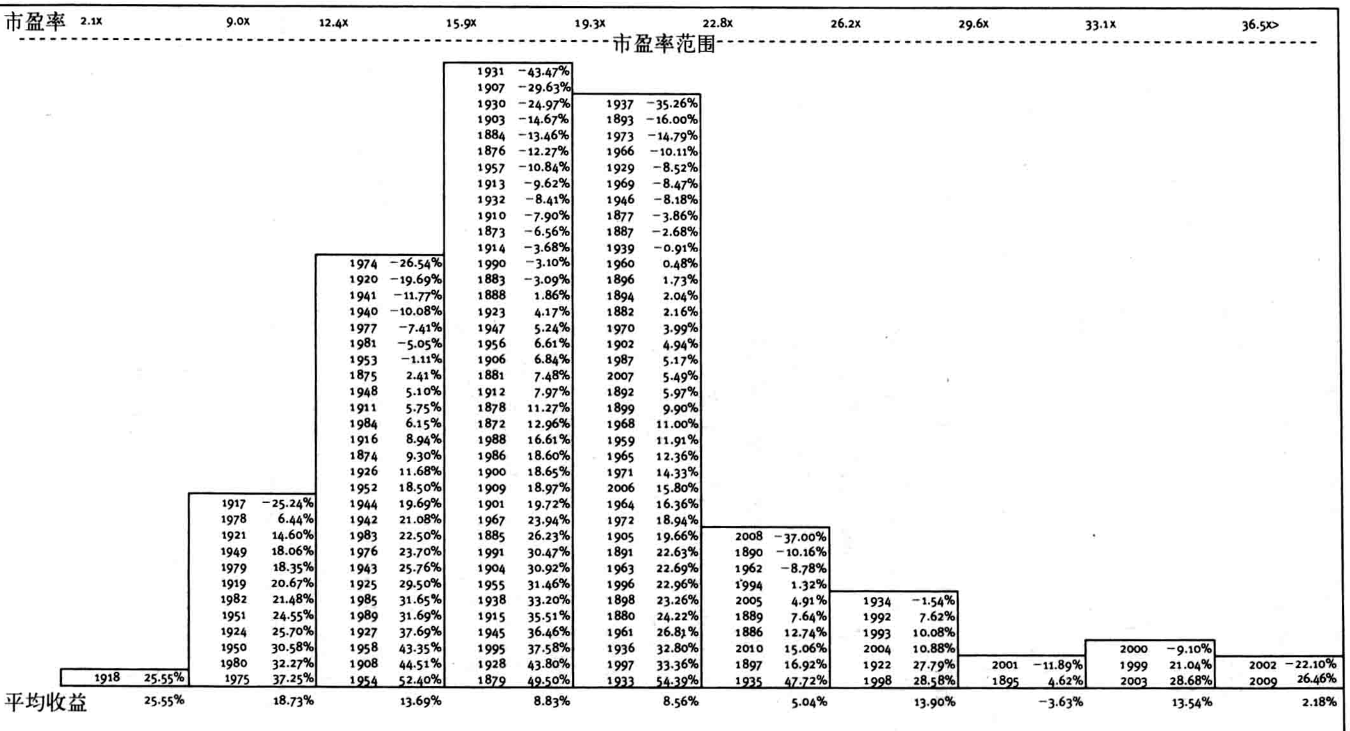
我们已经知道，高市盈率出现时，并不会自动产生股票收益的降幅超过两位数的情况。但现在有这么多人对此前的错误观点坚信不疑，其中到底有没有些许道理呢？例如，与低市盈率相比，高市盈率导致收益下降的幅度会更大，只不过可能没有那么大，这个观点对吗？错了！在过去的 139 年中，有 116 年的市盈率都低于 22.8，而其中有 32 年（占 116 年的 27.5%）市场的收益是下降的。

在市盈率大于或等于 22.8 的 17 年中，有 7 年股市收益是下跌的，达到了 30.4%。市盈率最高或最低的时候都没有出现过比这更差的情况。

既然已经看到数据了，你现在应该已经不会再相信错误的旧观点了吧。

你可以反复做下面这个简单的测验。假设有人告诉你在美国市场上因素 X 导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司

图 1–3 历史上139个年度的市盈率和股市收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致了Y的发生，甚至可以提供数据来证明这是真的。如果这在美国是事实，那么它在大多数其他的发达国家也应该会发生。如果这种因果关系在西方很多发达经济体的市场中不存在，它就不能反映资本主义和资本市场的本质，那它就不能成为美国市场的规律，而只是一个偶然事件。在这里，我不会用数据来迷惑你们（本书的数据已经够多了），但如果你采用我们之前用于分析美国股市的正态分布图来分析外国市场，你就会发现，只有一个国家的低市盈率市场收益还不错，那就是英国。不过这个结论只是基于几个重要年份得出的。关于其他国家，你得到的结论应该与美国市场一样。不管任何时候，如果有人告诉你一件事在美国是这样运作的，一个很好的验证方法就是看看它在其他国家是不是以同样的方式在运作——如果在外国没有用，在美国也不会有什么效果！

一些人会说："你得用正确的方法来解决高市盈率带来的问题。"（**警告**：这意味着他们企图通过扭曲市盈率的定义来支持他们的偏见，很有可能站不住脚。）例如，他们会认为高市盈率不仅比低市盈率更容易造成风险，而且当市盈率超过或低于某个水平时，风险也会大幅增加或下降。

举例来说，他们会认为市盈率超过25是不好的，低于15才是好的，而15~25之间则会让人不知所措——没有一个明确的平均数，让人无法看清市场的真实情况。这样说似乎有道理，但我们有方法来检验它。你可以记录下市盈率高于25的所有阶段，假设我们在某一阶段卖出股票后再买入，具体是哪个阶段你自己决定，只要不随意改动就可以了。从历史经验来看，不管你用哪个阶段的市盈率进行实验，收益都不会比在美国市场长期持股来得多。

在其他国家的情况也是一样，除了英国，因为在英国，低市盈率往往会带来很好的收益。但这种情况只发生在英国，这或许仅仅是个巧合。而且如果抛开英国历史上为数不多的几个资本市场很繁荣的年份不谈，这个国家的市场也并不景气。

假设你在市盈率达到22的时候卖出股票，并在它回落到15的时候再买入，你的收益会比长期持有股票要低。即使你把22换成23，收益还是会比较低！把15换成13或者17呢？结果还是一样。此外，在任何一个国家采用即买即卖的方法都行不通。

你也许不同意我的观点。很好！来证明我是错的吧。为了指出我的错误，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要先根据一个一年期、二年期和三年期收益都超出市场平均水平的简单市盈率，来找出即买即卖的规则。在很多发达国家的市场上，这个规则必须同样适用。你可以试着找找，也许你在这方面比我厉害，但是我找了很多次，也没能找出让人信服的方法。

每次你发现市场上的高市盈率带来了非常低的收益，例如2000、2001和2002年那样的情况，你也能找到很多市盈率高但收益很可观的年份，例如1997、1998、1999、2003和2009年。因此，高市盈率导致收益降低的观点是没有任何依据的。

换一个角度思考问题

投资者往往容易轻信迷思，因为从学习投资时起，他们就习惯于用现成的、正统的方法了解投资真谛。一旦你开始有哪怕一点点不同的想法——不是很复杂的想法，而是与所学的不同，例如使用正态分布的方法，或者在其他国家的市场上寻找相同的情况——迷思就站不住脚了。如果你想弄清楚一个投资观念是否正确，你不妨从一个全新的视角来思考。尽管发挥你的想象力，发掘你的创造力。努力把事物的每一个细节都研究得清清楚楚。不要依赖直觉，试着去反对常理，渐渐地它会成为你的下意识行为。

我们现在来谈谈为什么凭直觉来看，高市盈率并不意味着股票陷入了困境，这会非常有意思。大多数投资者会认为市盈率较高的股票相对于公司的收益来说价格过高。如果一只股票的价格远远超出了它的收益（我们不妨这样假设），那它的价格的确是过高了，即使现在还在上升，早晚也会降下来。但投资者们忽略了一点：在市盈率中，价格不是唯一的变量。

市场出现高市盈率之后的几年，股票收益的增长速度往往高于价格的增长速度；而与低市盈率相伴的往往是让人想象不到的经济低迷和收益锐减。事实上，在市场出现前所未有的繁荣的1929年，市盈率是很低的。正是因为1929年股票收益过高才导致市盈率比较低，而这些收益很快就蒸发了。

我们买进股票时，实际上购买的是未来的收益。有些时候，我们几乎不惜成本。在高市盈率市场中，我们获得的收益往往会超出预期（例如2003和2009年），而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我们可以预见之前，市场就已经为更高的收益定价了。仅仅考虑市盈率的分母部分，也就是收益的变动（换一个角度去思考它），你就能明白为什么迷思是错误的了。

认为高市盈率具有危险性而低市盈率很安全的迷思仍然存在。但凡能上网查找数据、有条件展开分析的人都能发现，市盈率较高的年份本身收益情况并不比市盈率低的年份差。那么为什么人们仍然坚持这个错误的观点呢？因为从根本上来说，市场这个“巨大的羞辱者”故意跟人作对，往往反常人之道而行之。大多数人都相信的观点是错误的，收益在人们知道之前就已经被市场定价了，接受这些对人们来说是很痛苦的。这充满羞辱，不过的确是事实。

你的祖父母会怎么想？

下面我将引用第 3 章的部分内容，重点讨论我们的大脑在市盈率问题上是如何误导我们的。人们害怕高市盈率有着先天的原因。我无法给出证据，不过我相信这一点，而且你也不能提出证据来反对它。这是一个观察困境的独特视角。你从你的父母那里继承了基因和信息处理器，也就是大脑，而你的父母也从他们的父母那里继承了这些。你远古的祖先拥有善于处理某些信息（与他们遇到的问题相关的信息）的大脑，并将这些基因遗传给后代。如果这些都不是真实的，那我们就不会存在了。在那个时候，那些未能成功地处理相关问题的信息的人，现在地球上也没有他们的后代。

你的大脑实际上并没有准备好面对股票市场，它是用来处理有关人类生存的基本问题的。你的祖先学会了如何应对高度的问题。一旦他们从过高的地方摔下来，他们死亡或者伤残（在过去是一回事）的风险是相当大的；站得越高，风险就越大。从 2 英尺（合 0.6 米）高的地方掉下来只会跌倒。从 10 英尺（合 3 米）高的地方掉下来对于一个 10 岁的孩子来说没什么大问题，但一个年纪较大的人可能会骨折。40 英尺（合 12 米）高度经常会摔死人，从 400 英尺（合 120 米）高处摔下来就只有死亡一个结局了。

在高度的问题上，人们的观点很明确：越高越危险。站得越高，人就会跌得越重，这也是人们看待市盈率的方式。他们认为市盈率升高意味着它可能跌得很厉害，而低市盈率下降的空间已经很小了，因此突然下跌的风险也相对较小。每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次我用高度的例子来给你们解释一些信息，你们就会感到高处很危险，而低处相对安全。如果我用一种不涉及高度的方式来给你们提供同样的信息，那你们的担忧就会消失得无影无踪（我很快就会这样做了）。

简要介绍第三个问题

当市盈率高于正常水平时，很多投资者都能意识到。即使那些对市盈率一无所知的人也会说“那些日子”市场定价过高，让人不安。我们可以用行为经济学的原理来解释他们对高度的恐惧和对损失无法挽回的担忧：人们对损失的抗拒远远高于对收益的追求。

人们会说投资者对风险有抵触情绪，不过这个说法不太准确。投资者对损失非常抵触，这一点很明显。行为经济学的两名倡导者丹尼尔·卡尼曼和已故的阿莫斯·特沃斯基论证过，结果显示，普通的美国人对损失的反感比他们对收益的喜好多出一倍半。投资者在经济上遭受损失时感受的痛苦远远超出了他们获得收益时的喜悦。在你的内心里，你可能已经意识到自己也有同样的感觉。正因为如此，投资者往往花费更多的精力去避免损失，而不是获得收益。

投资者在规避他们认为可能发生的风险时，往往会经历更大的风险。卡尼曼和特沃斯基用他们的“前景理论”解释了这一现象。他们发现，普通的投资者（包括我们每一个人）在试图避免可能发生的风险时，混淆了实际风险与**风险认知**。长久以来，对潜在损失的认知（有人也会用“误解”这个词）与市场的高市盈率错误地联系在了一起，导致投资者对本可能有较低风险的市场环境产生了担忧。这种情况在熊市触底的时候也会出现。这时风险消失了，股市具有大幅反弹的潜力，而投资者往往最担心。他们对风险的错误理解开始增加了。

投资者们，尤其是很多认为自己是“价值投资者”的人在听到这个观点时容易暴怒，就像一个人的宗教信仰遭到了亵渎一样。他们不会自我反省，问问自己第一个问题（我的哪些信仰实际上是错误的？），而是坚决否认他们受到了任何偏见的影响。在辩词中他们会说，这种现象发生的原因是，在经济衰退末期收益受到压抑，导致市盈率高出正常水平。这不全对。这种情况有时会发生，但绝对不是普遍现象。例如在 1996、1997、1998 和 1999 年，情况就不太一样。投资者们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辩称，在这些年份市场是非理性的。他们狂热地坚信过高的市盈率必然与高风险连在一起，这也是市场这个“巨大的羞辱者”与人作对的一个方面。

试着反向思考

前面我们以一个根深蒂固的迷思为例，证明了如何思考第一个问题。在你着手检验自己坚持的观点是否错误时，你要确保你的工作做得彻底。一位好的科学家是不会一得到答案就收手的，他会从不同的角度反复思考问题。

首先，要正确看待你的实验结果，不要急于下结论。有人可能会联系以前的数据，并得到一个新的迷思：市盈率高意味着收益超出了平均水平。千万不要掉进这个圈套。我们现有的数据足以证明高市盈率不利于股票收益的观点是完全错误的，任何其他的结论也都无效。但这个结果还不够有说服力，不能保证让你获益的次数多于损失的次数。你最终应当明白，市盈率本身并不能预测未来的收益。

此外，如果你只得到了一个结果来支持你的假设，不管结果有多重要，它只是偶然的，不能成为一种规律。你遇到的任何事情都是如此。你肯定不想参考偶然事件来下注。例如，你可能会认为市盈率过高的市场风险较低，收益较高。没错，的确有过这样的时候，高市盈率带来了一些不错的收益。但这种情况并不算多，不足以从一个现象或者一个巧合变成一种规律。你在做实验的时候，必须尽可能把所有的情况都考虑到。

我们现在知道，市盈率本身不能预测未来。那么市盈率有什么好处吗？为了找出这个问题的答案，我们需要介绍第 2 章有关第二个问题的部分内容。关于市盈率，我能理解什么别人无法理解的方面？这里有一个标准的方法，可以帮助你更好地看清楚事物，看到别人看不到的地方，那就是从不同的角度去思考一个问题。你可以试着从反方向去思考你坚持的迷思，看看能得出什么结论，这是一个检验你的信仰和实验结果的有效方式。

现在我们用这个方法来思考市盈率问题。如果把市盈率分式（P/E）的分子和分母调换位置，你仍然能得到完全一样的信息，只不过这次得到的是市盈率的倒数——收益价格比，或者叫作盈利率。

投资者往往把债券和现金的预期收益视为红利，而大多数投资者仍倾向于用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率来估算股票的价值。通过调换市盈率两个变量的位置，也就是研究盈利率，你可以将同样的事物进行比较。此外，你还能避开之前谈到的高度的限制。表 1–1 告诉我们如何通过市盈率得到盈利率：如果市盈率为 20，那么它是通过 20 美元的价格除以 1 美元的收益得到的；盈利率则是要用 1 美元的收益除以 20 美元的价格，结果为 5%。盈利率的比较关系与利息率很相似（我们之后会讨论它们何以相似），在这里，市盈率给人带来的可怕的高度感完全消失了。市盈率达到 20 会令人不安，但是盈利率为 5% 则不会。这是很简单的数学算式，而且你也不需要多么复杂的设备。

表 1–1　什么是盈利率？

市盈率（价格收益比） ➡	收益价格比 =	盈利率（%）
33	1/33	3%
25	1/25	4%
20	1/20	5%
15	1/15	6%
10	1/10	10%
7	1/7	14%
5	1/5	20%

与仅仅根据市盈率来决定一只股票的价格高低相比，盈利率的算法更加理性和直接。由于投资者有股票和债券两种投资选择，债券利率和股票盈利率可以让大家更直观地看到两者的区别。例如，如果市盈率为 20，很多人会认为有些“高”。那么你认为 5% 的盈利率怎么样呢？如果债券的利率为 8%，那么 5% 的盈利率似乎没那么吸引人；但如果债券利率仅为 3%，那么盈利率达到 5% 就比较高了。现在试着将盈利率与现行的债券利率比较一下。

你在认定股票市场（或某一只股票）5% 的盈利率低于美国国债 6% 的利率之前，不要忘了美国的税收水平。盈利率代表一家公司通过发行股票扩大资金规模的税后年化成本。这是什么意思呢？

由于市盈率是除去税款以后的数值，那么盈利率也是扣除税款之后得到的结果。一家公司可以通过发行股票或者公司债券来筹集资金。但如果它发行公司债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，那就可以从债券红利中扣除相应的税款。公司债券的利率是税前数值，而盈利率是税后数值。

假设这是一家中等信用等级的公司，即公司债券评级为BBB，股票市盈率为20。在2011年年末，它通过发行10年期债券的方式借款，利率为4.6%。假设税率为33%，那么债券的税后利率为3.1%。该股票的盈利率为5%，为税后数值。因此，公司通过发行利率为3.1%的债券筹集资金的成本要低于发行盈利率为5%的股票所需的成本。如果这家市盈率为20的公司想通过发行股票来筹集资金，那它的公司债券利率需要上升到7.5%以上才能高于股票盈利率。这是从公司的角度来考虑的。

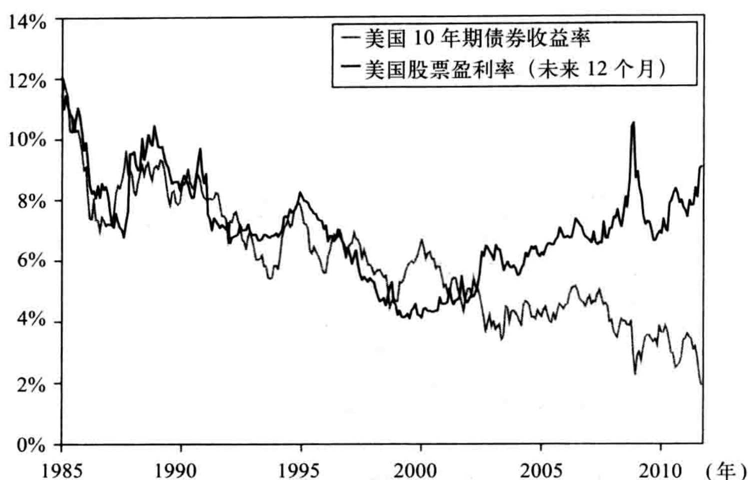
从投资者的角度来考虑就不太一样了。股票本身比债券更具吸引力，因此股票盈利率并不需要高于债券的税后利率。你在买进股票时会想到，未来的股票收益会随着未来经济的增长而增加。股市中的所有股票会在一段时间以后实现收益的整体增加，有时增加得多些，有时少些。但债券的红利却是固定的，你知道它不会增长。在债券到期后，你会获得相应的利息。当你买入股票时，你实际上购买的是未来的平均盈利率，它很可能高于当前的盈利率。而当你购买债券时，未来的平均利率就等于现在的利率。正因为如此，当前股票的盈利率不必高于债券的收益率，股票就已经比债券更加诱人了。

有意思的是，从以往来看，美国股票的盈利率和债券利率始终是很接近的，至少自1985年以来是这样（参见图1–4）。股票盈利率也会有高出债券利率的时候，但差距不大，不过这往往是持有股票的大好时机。为什么这样说呢？因为股票的盈利率高于债券利率时，股票相对于债券来说定价过低，也就是说，股票相对来说比较便宜。

自2002年以来，美国的股票盈利率始终高于债券利率，因此美国的股票价格一直都很低，而这个时候很多人都认为股票价格很高，因为市盈率高于历史平均水平。如果你因为市盈率过高而担忧，不敢买入股票了，你就会错过2002~2007年间的大牛市，以及2009和2010年下一个牛市的强势开头。

记住，这绝对不是一个预测股市未来走势的方法。2008年股票盈利率与债券利率的差距依然很大，股市却出现了熊市。但是你可以通过这个途径理性地研究某一家公司是否即将筹集资金，以及公司股票相对于债券定价是否过高或者过低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

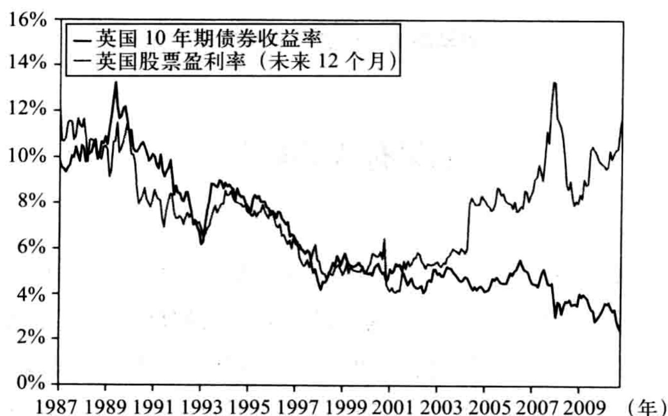


资料来源：全球金融数据公司，汤森路透

图 1–4 美国 10年期债券利率与股票盈利率对比

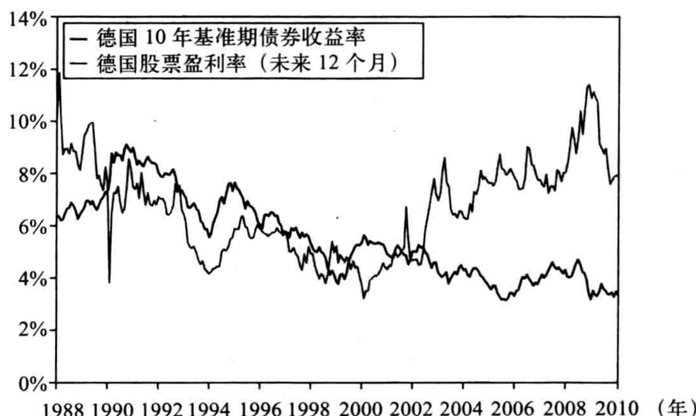
股票价格相对较低并不意味着它一定会上涨，也不代表它的收益会高于债券。股票价格有可能会下降，而债券的红利也可能会增加。

但到这里还没结束。记住，如果之前讨论的都是真实情况，它在很多发达国家也应当存在。我们可以看到，当前全世界所有国家股票的盈利率都超过了债券的利率，差距甚至大于美国——这也是不太常见的现象。与过去的 25 年相比，近几年全世界股票的收益相对于长期利率都很低（参见图 1–5）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资料来源：全球金融数据公司，汤森路透

图 1–5　10年期债券利率与股票盈利率对比

如果你大错特错了

我们之前谈到过，有一些关联实际上并不存在，是投资者随意编造或想象出来的，进而成了流行的迷思。那么这些错误观点的相反含义是不是正确的呢？有些时候，你在思考第一个问题时会发现自己不仅错了，而且是大错特错。别担心。发现自己的错误，并从反向思考来找到正确的方向也有助于你做决定。这是很有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效果的，因为你很明确地知道一些事会发生，而其他人都将从完全相反的立场去做决定。

对于你来说，意识到自己和其他投资者有时会大错特错并不容易。但有时候投资者会把一些迷思当作信仰来看待，因此质疑这些迷思就是亵渎他们的信仰。如果有人表示要验证这个迷思，即使是以证明它的正确性为出发点，也会招致人们的愤怒和反感，甚至在这一领域不再有立足之地。这些迷思在投资者们甚至整个社会看来是神圣不可侵犯的信仰，没人敢质疑它们。然而有时候我们却可以证明它们大错特错，而它们的对立面才是正确的。

最神圣的信仰——有关财政赤字的迷思

你可能认为联邦财政赤字较高是不好的。**每个人**都知道财政赤字是不好的。为什么呢？因为其他人都知道！看吧，学者、政客、爱国人士、变态狂、你的牌友、父母、宠物鹦鹉，甚至西恩·潘、布拉德·皮特和多莉·帕顿。所有人！更重要的是，每个人都**相信**这一点。因此根本没有必要去质疑它的正确性。我是说，你怎么好意思质疑西恩·潘和布拉德·皮特呢？正因为如此，用第一个问题来分析这个流行的迷思再好不过了。你有哪些信仰是错误的呢？更好的方法是从反方向去思考这个问题。

财政赤字较高是好事吗？它对股票来说有好处吗？

如果你大声地问自己这个问题，随后便会有人把你抓起来投进监狱。坚信财政赤字有坏处是西方国家理念和文化的一部分——不，应该说是公民的义务。我们之前谈到过，“deficit”（赤字）这个词与“deficient”（缺陷）源于同一个拉丁词根。那为什么要质疑一个已经流传了几千年的说法呢？因为它是错的！

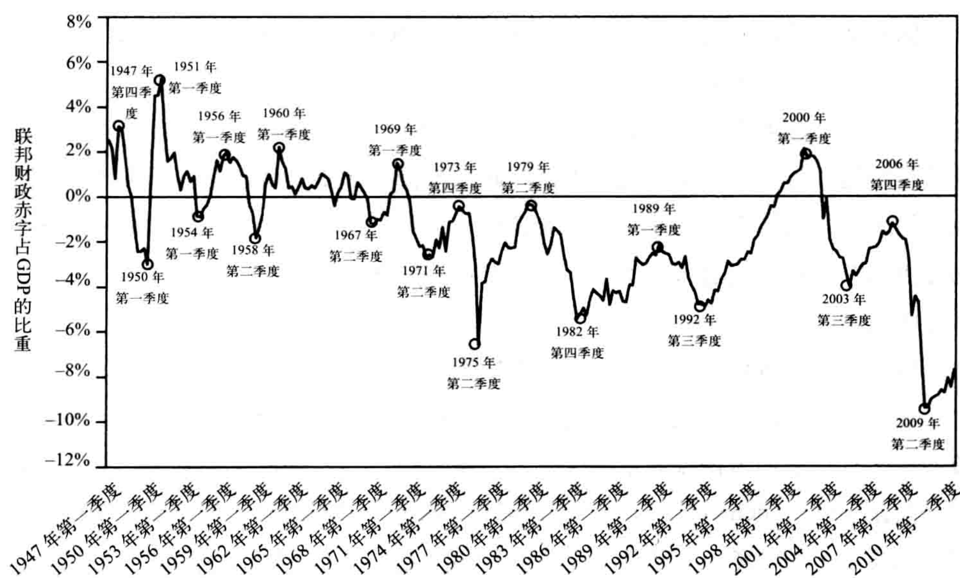
我们从小就被教育说，负债是不好的。债务越高情况就越差，一个人背负过多的债务说明他有道德问题。

从道德的角度考虑，全社会都反对债务。在这一点上，美国人相对于他们的祖辈——最初来到这片领土上的清教徒们——没有任何进步。赤字导致债务增加。不光美国人对财政赤字抵触，其他的西方国家也一样惧怕。在很多其他地方，这种感觉甚至更加强烈！而且相对于本国的赤字，他们更加害怕美国的赤字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有必要这样焦虑吗？回顾过去的20多年，美国只有4年有财政盈余。在20世纪90年代的最后几年，美国还享受财政盈余的时候，股票市场达到了顶峰，随之而来的就是熊市和经济衰退。那次的经济衰退持续时间不长，波及的范围也不广，但是熊市持续了3年，影响深远。显然，财政盈余并没有带来可观的股票收益。如果没有以往的经验来支持财政赤字对股票没有好处这个假设（没错，这就是个假设），那么相反的观点会不会是正确的呢？

看起来是这样的。图1–6显示了1947年以来联邦财政赤字占年度GDP（国内生产总值）的比重。水平线以上是财政盈余，以下是财政赤字。我们可以看到曲线的波峰和波谷。一个与常识不符的真相是，伴随着周期性财政赤字峰值的股市收益，往往比财政盈余峰值或者赤字减少阶段的股市收益高得多。



资料来源：白宫，经济分析局

图1–6 财政赤字对股票来说是好事

表1–2体现了财政盈余和赤字的峰值过后的未来价格收益。观察一年期的财政盈余过后的价格收益，将它与财政赤字过后的收益对比一下，你觉得哪个时期的收益较高呢？平均收益为16.7%的高还是−1.2%的高呢？再看看三年期的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况。可怕的赤字时期给人们带来的平均累计收益率达到了 27.1%，而盈余时期只有 8.8%。

一个基本的现实是，自 1947 年以来，如果投资者在联邦财政赤字峰值时期买入股票，那他获得的一年期、二年期和三年期收益将远远高于在财政盈余峰值时购买股票的收益。而他在财政盈余时期购买股票所得的收益往往会得到低于平均水平。

表 1–2 财政盈余或赤字峰值过后的股票收益

盈余峰值		未来的标准普尔 500 指数价格收益		
日期		一年期	二年期	三年期
1947 年第四季度	年化收益	–0.7%	4.7%	10.1%
	累计收益	–0.7%	9.5%	33.4%
1951 年第一季度	年化收益	13.9%	8.7%	8.0%
	累计收益	13.9%	18.2%	25.9%
1956 年第一季度	年化收益	–9.0%	–6.8%	4.6%
	累计收益	–9.0%	–13.2%	14.4%
1960 年第一季度	年化收益	17.6%	12.1%	6.4%
	累计收益	17.6%	25.7%	20.3%
1969 年第一季度	年化收益	–11.7%	–0.6%	1.8%
	累计收益	–11.7%	–1.2%	5.6%
1973 年第四季度	年化收益	–29.7%	–3.8%	3.3%
	累计收益	–29.7%	–7.5%	10.2%
1979 年第二季度	年化收益	11.0%	12.9%	2.1%
	累计收益	11.0%	27.5%	6.5%
1989 年第一季度	年化收益	15.3%	12.8%	11.0%
	累计收益	15.3%	27.2%	36.9%
2000 年第一季度	年化收益	–22.6%	–12.5%	–17.3%
	累计收益	–22.6%	–23.4%	–43.4%
2006 年第四季度	年化收益	3.5%	–20.2%	–7.7%
	累计收益	3.5%	–36.3%	–21.4%
平均值	**年化收益**	**–1.2%**	**0.7%**	**2.2%**
平均值	**累计收益**	**–1.2%**	**2.6%**	**8.8%**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

赤字峰值		未来的标准普尔 500 指数价格收益		
日期		一年期	二年期	三年期
1950 年第一季度	年化收益	23.8%	18.7%	13.5%
	累计收益	23.8%	41.0%	46.3%
1954 年第一季度	年化收益	35.8%	34.1%	17.9%
	累计收益	35.8%	80.0%	63.7%
1958 年第二季度	年化收益	29.2%	12.2%	12.6%
	累计收益	29.2%	25.8%	42.9%
1967 年第二季度	年化收益	9.9%	3.8%	–7.1%
	累计收益	9.9%	7.8%	–19.8%
1971 年第二季度	年化收益	7.5%	2.3%	–4.8%
	累计收益	7.5%	4.6%	–13.7%
1975 年第二季度	年化收益	9.5%	2.7%	0.1%
	累计收益	9.5%	5.6%	0.4%
1982 年第四季度	年化收益	17.3%	9.0%	14.5%
	累计收益	17.3%	18.9%	50.2%
1992 年第三季度	年化收益	9.8%	5.2%	11.8%
	累计收益	9.8%	10.7%	39.9%
2003 年第三季度	年化收益	11.9%	11.1%	10.3%
	累计收益	11.9%	23.4%	34.1%
2009 年第二季度	年化收益	12.1%	19.9%	??
	累计收益	12.1%	43.7%	??
平均值	**年化收益**	**16.7%**	**11.9%**	**7.7%**
平均值	**累计收益**	**16.7%**	**26.1%**	**27.1%**

资料来源：经济分析局，全球金融数据公司，标准普尔 500 指数截至 2011 年 11 月 30 日的数据

如果你开始觉得财政盈余对于股票来说不完全是好事了，那你就明白我的意思了。如果你能够认识到市场这个“巨大的羞辱者”在误导我们，你才算真正理解我所说的话。财政盈余不是万能的，历史上也曾经导致市场的惨淡。所以别对它报什么希望。

这乍看上去似乎没什么道理。按照正常的想法，财政赤字就像一个巨大的锚，拖住了经济发展，也将重重的债务压在了不堪重负的经济身上。作为消费者，我们只能小心翼翼地做到不透支账户，并相信政府也会这样做。很多政客都试图让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民众相信削减财政赤字刻不容缓，没有一个政客会说更多的债务是好的（但是经常有政客支持降低税率，这会产生同样的效果）。

我们要齐心合力消灭吸血动物

如果你不知道英文中“politics”（政治）这个词的含义，让我来告诉你。这个词的拉丁词源是“poli”（意为“很多的”）和“tics”（意为“体形较小的吸血动物”）。不管一只“吸血动物”说什么，你都应该以批判的态度对待，除非它站起来说：“我通过说谎、欺骗和偷偷摸摸的小伎俩赢得了现在的地位。不管你是谁，我根本不把你放在眼里。”

但人们往往不会这样做。你知道自己讨厌政客说一些你不喜欢的意识形态方面的问题。你也知道他是一个骗子，一个十足的浑蛋，如果你的女儿打算嫁给他，那你宁愿找一个受邪教思想毒害的人来保护自己的女儿。你无法接受的是，另一位政客说的话就是你想听的，他的观点你也认同，可他偏偏在说谎。当然，这只是我的观点。你们也可以认为我是错的。

吸血动物一般的政客们在资本市场中的角色不是学生。他们更多地扮演律师的角色，不过也有一些例外，比如美国前总统艾森豪威尔、卡特、里根和布什。阿诺德·施瓦辛格也算一个。不要期望他们成为金融学家或经济学家。他们在成为脱离民众、夸夸其谈的政客之前，可能还会说实话，但他们在市场和经济学领域始终不是专家，也永远不会思考本书中的三个问题。他们不会去想自己是否错了，如何可以理解其他人理解不了的事，或者自己的大脑是不是误导了自己。即使他们不得不思考，他们也不知道该怎样思考。（也许在前面几段中为了吸引你们的注意力我说了一些比较夸张的话，但如果政客说的话你能忽略掉97%，你就能成为一个更好的投资者，晚上也能睡个好觉了。）

财政赤字有利于提高股票收益并不是个偶然现象。从经济学的角度讲，你是有可能正确地认识债务和赤字问题的（我们将在第6章具体讨论这个问题）。现在我们先假设财政赤字真的有利于提高股票收益，而财政盈余真的没什么好处。如果这些都是事实，我们应该看到在其他西方发达国家也有同样的情况（很多人都不会从这个角度思考）。结果我们会发现，其他国家的确存在这种现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其他发达国家（我会在第 6 章具体说明），财政赤字的确带来了比较好的股票收益，而财政盈余也造成了市场的低迷。这不是从社会经济学或政治学的角度下的结论。我只是带你看清了严酷的现实，同时鼓励你自己也这样做。持有偏见的人经常受到错误观点的迷惑，即使真相就在他们面前，他们也看不清楚。你不要成为他们那样的人，而要经常问问自己，你坚持的观点是不是错误的。

应该如何理解其他类型的赤字？

财政赤字不是唯一一种导致投资者犯错误的赤字。如果我告诉你财政赤字对股票来说没什么坏处，你的反应一定是首先表现出反感和愤怒，接下来开始转变想法，认为其他的赤字，例如贸易赤字一定是不好的。你经常听到有人这么说，你甚至听说过赤字对美元也不利。

我们将在第 6 章和第 7 章讨论这些观点，我会向你们证明这两种赤字对股票或者美元来说都没有坏处。但在本章中我举这个例子要说明的是，人们始终相信的一件事也许是错误的。你听别人说赤字是不好的，接受了这个观点，并相信它是正确的，而且贸易赤字每上涨一次，你都会胆战心惊。但你从来没问过自己："我知道我相信这个观点，但它真的正确吗？我是不是应该检验一下呢？"你心里明白，如果每个人都错了，那么贸易赤字对股票市场和美元就没有坏处，股市就会出现一个大牛市，因为对于很多人来说，一个沉重的负担已经摆脱掉了。这就是你知道而别人不知道的信息。

所有问题都是相关联的

投资者担心赤字（财政赤字、贸易赤字和其他赤字）的部分原因在于，他们没有用联系的观点思考问题（这是一个认知偏误）。当听到贸易赤字达到 5 000 亿美元（截至 2010 年年底）时，他们会感到惊讶："天哪！这也太多了吧！ 5 000 亿?！我可没有这么多钱。比尔 · 盖茨都没那么多钱！"新闻行业的编辑和评论员对他们认为应当承担责任的人进行了痛斥，指出赤字规模是"前所未有"、"大得惊人"，而且"不负责任"的。赤字听上去的确比较高，但事实真的如此吗？我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的想法正确吗？

为了正确看待这个问题，我们需要用比较的方法来分析它，即把贸易赤字与总体经济规模进行比较。如果你认为5 000亿美元太多了，那么14.5万亿美元呢？这相当于美国GDP的规模（截至2010年年底的数据）。美国贸易赤字占国家收入的比例仅为3.4%，与历史平均水平相当，因此没什么可担心的。

但媒体不会把贸易赤字与GDP进行比较，因为他们认为民众都是理性的，不会因为贸易赤字占总收入的比例达到3.4%就感到恐慌。

除了赤字问题，在其他问题上也是同样的道理。每当媒体试图用一个很大的数字来误导你时，你需要考虑到其中的关联性，想想它的**比重**。

质疑你所知道的每一件事

为了在投资上取得成功，你需要对你自认为了解的每一件事提出质疑，尤其是那些你坚信不疑的事。思考第一个问题有助于你避开一些基本的错误。拥有避免犯错误的能力是成功投资的关键。当你在检验一个迷思，开始发现其中的逻辑错误时，不要一次性纠正它，然后就忘掉了。投资是一门应用科学，而不是一门手艺。如果你为某一个假设找到了合理的答案，不要以为你可以随时随地使用现成的答案，每次都能收到同样的效果。市场这个对手永远在变化，要求我们不断地检验我们的假设。

高额的联邦财政赤字并不一定会导致经济不景气，可能刚好预示着相反的情况。毋庸置疑，这个观点是正确的，但它会令人非常惊讶。在未来的某一天，投资者们可能会推翻之前的想法，并意识到所有人都错了。到那个时候，你也许会丧失优势，也就不再知道别人不知道的信息了。如果每个人都认为联邦财政赤字是好事而非坏事，市场就会立刻对它进行定价。如果你思考了第一个问题，经常检验自己的投资准则，你就不会因为这种变化而失利，尽管这种情况也不太可能出现。

你可能会问："但是如果你在这本书里说，市盈率与未来收益没有任何关系，而且高额财政赤字可以带来牛市而不是熊市，那么全世界的人不就都知道了吗？知道这些也就没什么意义了吧？"你能这样问那就太好了。假如全世界的人都承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认了这些事实，由于市场是所有信息的定价器，这些真相很快就会被市场接纳并定价，因此即使了解了它们，你也不会拥有任何优势了。它们不会再起作用，因为你不再了解大多数人不知道的信息了。

但自从2007年本书第1版问世以来，这种情况并没有发生。我在书中提到的很多迷思现在仍在流行。我敢打赌之后的形势也不会有什么变化。我猜很多人读完了第1章会认为有关市盈率和赤字的观点有悖于传统，因而完全不去理会，又重新回到迷思上去了。这样做对他们来说比接受新观点要容易得多。大多数投资者永远都不会注意到本书，购买本书的人有一半也不会读它。读过本书的人，很多都会囫囵吞枣地翻看第1章。他们可能对我所提出的真相产生抵触，而选择坚持已有的迷思，并认为我是个傻瓜。我倒希望他们会这样想，因为如果在他们眼里我是个傻瓜，我就可以在很长时间内都坚持同样的真理。如果他们接受了我的观点，我就得再去寻找其他的鲜为人知的信息了。

坎贝尔和席勒的论文支持了传统的观点，因而在世界范围内迅速受到了欢迎。反对传统观点的证据就像扔进湖里的一颗小石头，仅能激荡起一阵涟漪，而后就迅速地沉寂了。我不是第一次谈到人们对高市盈率的错误认识了，在15年以前我就对这个问题进行了阐述。我打赌5年甚至10年以后，这个迷思依然会存在并流行，你也仍然可能根据它来下注。当然了，我也可能是错误的，如果你相信我，你就从一个错误观点转向了另一个错误观点。生活就是这样。

第一个问题带来的好处是，对于以前你自以为正确的地方，你现在意识到了它的错误，并在此过程中了解了一些别人不知道的信息。一旦你掌握了这个方法，你就可以在投资方面永远胜人一筹。你可以不断地学习其他人不知道的新知识，同时降低自己犯错误的可能。

发现新的有关投资的真相是思考第一个问题的偶然结果，这还是比较幸运的。如果你要有意识地寻找其他人不了解的信息，你就必须学着思考第二个问题：你能理解什么别人无法理解之事？对大多数人来说，这个问题本身就不容易理解。在下一章中，我们将解决这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The
Only
Three
Questions
That
Still
Count

第2章

第二个问题：你能理解什么别人无法理解之事？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解无法理解之事

从字面上看，“理解无法理解之事”这句话本身就不好理解，所以很多人干脆放弃尝试了。然而，想真正理解它并不需要过人的学识、天资或超能力，就像理解第一个问题一样。你要做的就是问问自己第二个问题：我能想到什么别人想不到的？你问得越多，理解得就越深刻。进行市场投资的唯一前提就是要掌握一些别人不知道的信息，因此回答好第二个问题就为投资决策提供了进一步的保障。试着问问自己：我知道什么别人不知道的？现在你可能会回答：“嗯……什么也没有。”这是大多数人的第一反应。

但是别灰心。跟第一个问题不一样的是，第二个问题不会让你无所适从。我们每天都忙于毫无意义的投资。发现了一些别人不知道的东西本身并没什么新奇的，就如同苹果砸在了牛顿的头上。真正有意义的是，在这之后，牛顿问了一个问题：“这到底是怎么发生的呢？”然后他开始思考是什么自然或者邪恶的力量发挥了作用。只有远离喧闹的市场和媒体，独自待在安静的房间里思考，你才能够在别人都大声抱怨是因素X导致了结果Y的时候，想到因素Q是不是也能导致Y。

现在全世界的投资者都坚信市盈率升高导致了股价下降（这种观点往往是错的），债务对股票有害无利（又是错的），人们不应该跟美联储对着干（半对半错），以及高额贸易赤字导致了美元疲软（大错特错）。但是为了了解一些别人不知道的东西，你需要远离喧嚣并认真思考一个问题：如果别人认定能推动货币流动的因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素实际上不能发挥作用，那么真正能发挥作用的因素是什么？（我们会在第 7 章讨论这个问题。）而且，如果我不应该跟美联储唱反调，那么收益率曲线究竟能不能提供任何跟股票有关的信息？或者我是不是应该从另一个角度来研究它？思考是一件美妙的事。

思考是一件美妙的事

假设没有人知道导致结果Y的原因是什么。如果大家都意识到没有人知道导致Y的原因，那很可能几乎没人愿意思考究竟是什么因素导致了Y，因为他们会觉得这是在浪费时间。在当今社会，在美国和其他国家，如果一些事情看起来无法理解，一般人会将它视为一块不可触碰的禁地。这个区域保持了最原始的状态，随时等待人的探索。

如果第二个问题问得不恰当，它会导致你在搜索媒体资源上浪费大量的时间。在大规模生产和电子技术的推动下，我们几乎被各种媒体资源包围，它们无处不在。你的投资优势不会是现成的任何刊物、晚间新闻节目、博客或者电子邮件的头条新闻。一条新闻可能已经被其他新闻淹没，一篇博客文章也可能成为焦点。不管怎样，我们都生活在一个快速发展的时代。你的“新闻”优势几乎在你明白过来之前就已经不属于你了。

但是别灰心，你仍然可以利用媒体无处不在的声音找到别人不知道的东西。你需要做的只是改变一下已经形成传统的行为习惯。下面就提供了一些方法。

忽略丛林里的石块

数万年前，我们的祖先以群居的方式生存，以抵御其他部落和大型野兽的侵袭。每当黑夜来临，他们会围绕在篝火旁取暖、防身，偶尔烤猛犸象肉吃。在火光的映照下，他们热火朝天地分享打猎经历和神话传说，将群体的文化传给年青一代。在一个天气晴好的夜晚，吃饱喝足、暖意阵阵，他们有一种真正的安全感和舒适感，对未来充满期许。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突然间，一声巨大的、不知道从哪里传来的动物叫声划破夜空，打破了他们的安全感。他们随即下意识地循声望向丛林，准备投入一场恶战。来犯的可能是敌人的部落，也可能是一头狮子，或者是一群野兽。每个人都紧张地竖起耳朵、睁大眼睛，尽量不错过任何听到的和看到的，并准备随时应战。

如果你是另一个部落的成员，率领一队人前来侵袭这个部落，那你会怎么做呢？你要是聪明的话，会先扔一块石头，或者制造其他的声响来转移他们的注意力。当然了，如果你们有人数上的绝对优势，也就没必要这样做了。但对于遭受攻击的这个部落来说，如果是被一群聪明人有计划地进犯，他们应当像训练有素的现代军人那样，朝发出声音的相反方向看去，看看周围黑暗的地方，警惕是否有突然冲过来的侵入者。

这里有一个问题：除非有良好的组织，不然没有哪个侵入者会采用声东击西的方法。如果在黑暗中听到某种声音，你肯定会朝着声音传来的方向望过去。你可以找个时间去野营试一下，你的第一反应肯定不是去看相反的方向，而是声音发出的方向。在石器时代，这种凭直觉做出的反应保护了人们不受自然力量的伤害。经过数万年的进化，我们仍然会下意识地盯着声音传来的方向，迅速地将整个群体集结以来，以应对可能来犯的部落。

我猜一些读者会说："我才不会这样！我比他们聪明多了。我会朝别的方向看，不会上敌人的当！"下次你突然听到一个声音，注意一下你的第一反应。我保证你会望向声音发出的方向。如果你没有看，那你就太异于常人了。那些认为自己不会循声望过去的人往往都是转头速度最快的。没有望过去的人实在是太少见了，他可能是根本没注意到有声音。为了了解其他投资者不知道什么，你必须能看到他们看不到的地方。你需要锻炼自己不要再向声音发出的方向看。当大家都在看同一个方向时，不管你有没有听到声音，你都应该去看别人都没有看的方向。

避免脱离媒体和盲目从众

你从媒体获得的信息很可能是错误的，或者早已被市场所利用，你可能会因此屏蔽一切媒体资源。你做这个决定虽然经过了一定的思考，但并不正确。不管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你做什么，都不要脱离媒体，在你探索投资行业鲜为人知的领域的过程中，它是你的伙伴和盟友。媒体是一个过滤器，你必须从报纸、电视和广播媒体中了解其他人都在关注什么，这样你才能够知道有什么是可以忽略的，而把你的注意力放在其他方面。

不管别人害怕什么，你都没必要害怕，他们这样做是为了你。这是一项服务，你不用付钱就能享受到。对于盲目跟风的人来说，这一点很难理解，但每一个人都可以锻炼自己学会它。

例如，我前面讲过，人们对于所谓财政赤字和贸易赤字的观点是典型的迷思。你也许不这样认为，不过我已经告诉过你了。我还说过几乎每个人都错怪了高市盈率。（在以后的章节中我们还将讨论其他的传统迷思，不过基本方法你已经了解了。）关注媒体新闻，过滤掉不相关的信息可以消除你的从众心理，并有利于你另辟蹊径，探索未知的领域。

避免盲目从众听起来非常容易做到，只要看看整个人群在朝哪个方向走，自己去另一个方向就可以了。然而，如果真的这么容易做到，它就不会被称为“从众心理”了，而可以叫作“冷静的、非强迫的、毫无压力的，我们跳下悬崖时欢迎加入，不加入也没关系”心理。还记不记得你的妈妈曾经问过你：如果你那酷酷的小伙伴吉米从桥上跳下去，你会不会跟着跳？你当然不会跳了，但如果朋友们因为你没有跟随他们买入小盘股而嘲笑你，你最终还是会买入的。

1995 年 3 月，我为《福布斯》杂志的专栏撰写了一篇文章《避免盲目从众》，向读者介绍了避免随波逐流的最有效方法，其中包含 4 点。这个方法到今天仍然适用，下面我会具体阐述其中的内容：

> 1. 如果你认识的大多数人在价格变动或一件事情的结果等问题上同意你的看法，不要误以为你就是对的。这是一个警告：**你错了**。如果你的观点是正确的，说明没什么人同意它，而且你愿意被别人看作疯子。

这一点到今天仍然有很重要的意义。很多人认为我是个疯子；这没关系，我不觉得难受。网络越来越发达，博客的发展也很迅速，我已经习惯了人们阅读我的文章和专栏后对我恶语相向。（当然，有时候如果我真的错了，他们也确实是对的，但不管怎么样，我并不关心他们对我的看法。）我已经教会了自己不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去想那些我不熟悉的人对我或者我工作的看法。但如果我的妻子对我有一些想法，那我就要认真对待了。她非常了解我，清楚我的优势和弱点，希望我保持良好的状态。我的家人、朋友和同事的意见对我来说都很重要。除此之外，如果你不喜欢我或者我说过的话，你可以尽情地批判。同时你也可以试着培养我这样的心态，别人怎么看你都与你无关，如果他们把你当成疯子一样看待，这也许是好事。

> 2. 如果你从报纸或广播反复获得同样的投资建议或者对一件事的描述，那么这些信息就没用了。等到几个评论员都对一件事进行过思考或发表过观点以后，就算这件事过去没多久，它也不算是新闻了。

这一点非常适用于现在。互联网极大地开拓了新闻传播的平台，并加快了新闻传播的速度。当前，所有信息传播和定价的效率都比以前高得多。全世界的股票交易员们全天24小时、每周5天半不间断地工作，不断地提高市场定价的速度（过去几十年来这个速度一直在上升）。以前，只有早间新闻才会报道投资方面的信息，晚间新闻上几乎看不到。然而现在，新闻在互联网上的传播不分白天黑夜，即使你在打盹儿，也有人在进行股票交易。

> 3. 一个观点越陈旧，它的威力就越小。例如，在1994年，人们对通货膨胀的担忧可能会对市场产生影响，但到了1995年年初，它已经没什么效果了。

当年市场上令人担忧的因素到了第二年都会失去作用。吸引另一个部落前来进犯你们的是新鲜事物，而不是去年的某个声音。为了更好地理解这一点，你可以随便找一件事，想想你最初听说它是什么时候。它越久远，对你产生的影响就越小，市场也就有越多的机会为它充分地定价。在这里我想到了一件相关的事。人们曾经以为计算机软件会出现小故障并广泛传播，导致2000年1月1日这一天全世界所有的计算机都陷入瘫痪。这个问题引起了很多人的恐慌，结果在1999年秋季，人们纷纷从股市中撤资。当年10月18日，我为《福布斯》杂志的专栏撰写了一篇文章《更没脑子的傻瓜》，解释了“千年虫”问题为什么不会对股票产生影响。我在文章中说：“‘千年虫’问题是现代社会影响最广泛的人为‘灾难’。各种媒体对这个问题进行了充分的报道，唯一没听说过它的就是居住在亚马孙河上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

游的人们了，他们已经脱离了人类社会。不用我解释，你们就知道我说的具体是哪一个问题。我在 1998 年 7 月 6 日撰写的专栏文章中具体阐述了‘千年虫’问题为什么不会对股市造成冲击。”这是一个很老的话题，已经充分被市场接受了，因此在 1999 年年底本应该爆发危机的时候，标准普尔 500 指数反而上涨，年度总收益率达到了 21%。根据这个简单的标准，任何人都能判断出“千年虫”问题不会造成什么损失。所有的担心都是没用的。但几乎没有人能意识到这一点，因为他们无法真正理解这个标准（参见附录二和附录三）。

4. 过去 5 年中最抢手的股票在未来 5 年未必受欢迎，反之亦然。

这一点对于今天来说依然正确，具体的时间限制并不重要。有一些股票可以在相当长的时间内都流行，但不会永远受欢迎。然而投资者在这一点上仍然会犯错误。例如 1980 年的能源股，或者 2000 年的科技股。类似的例子还有很多。有些股票在过去 5 年内一直很抢手，并不意味着在未来 5 年它们就会遭到冷落，只不过没有任何事会永远保持热度。但如果某一个板块保持长盛不衰，这就警示你应该另找一个更安全的板块，以获得更高的未来收益。

以后做任何有关投资的决策时，你都可以参考以上 4 点，这有利于你排除一切干扰，探索别人都没有发现的板块。

投资专家——专业的信息定价者

过时信息的另一个重要来源是投资专家，包括股票经纪人、金融规划师、注册会计师、金融分析师等。其他专业人员甚至是上网获取信息的客户所没有的信息，他们也无从获取。因此不管他们的关注点在哪里，你都不应该在上面浪费时间。即使他们撰写了相关报告，你也可以把注意力转向其他地方。

大学里的金融和经济学专业安排的课程都差不多，基本上使用相同的教材。这些教科书到处都是，传授的理论和方法论已经为人所熟知。所有的知识已经被多少万名学生熟记于心，因此也早已被市场所接受。几十年来，一届又一届的学生都在课堂上学习同样的知识，形成了相同的思维方式，并为他们培养投资技能打下了基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大学课堂的内容被无数人学习和传播，这些课程虽然没什么问题，但也提供不了什么新鲜内容了。大量的投资者将这些课程作为了解世界的途径，他们的投资活动为课程提供的所有信息贴上了价格的标签。他们看待世界的方式都遵循固定的模式，这个模式已经市场化了。令这些手艺人难以接受的一个事实是，他们学到的知识已经为所有人都知道了，早已被市场所定价。

当然，学习这些知识本身并没有错，只不过它们不能给你提供别人不知道的信息。如果一群专业人员都接受同样的教育、获得相同的信息，并以同样的方法去分析这些信息，那他们的优势在哪儿呢？他们觉得自己有什么独特之处吗？答案往往是：什么都没有。这就是为什么人们可以通过媒体和专家了解信息的价格，然后把他们的观点放在一边。

不要成为逆向投资者

媒体报道往往是错误的。专业人员参考的是所有人都已经知道的信息，因此他们并没什么过人之处。盲目从众的人常常会有恐慌的情绪。这是不是意味着，不管权威人士和专业投资者说什么，你都要按相反的方向做呢？你是否应该成为逆向投资者呢？

当然不是。不是，不是，不是！

别人经常称我为逆向投资者。但我不是，至少不是这个概念所定义的那种人。当然，从前也有人用更难听的词来称呼过我，以后还会有人这样做，但“逆向投资者”这个说法用在我身上是不恰当的。过去几十年里，逆向投资的做法越来越流行，它在市场上的地位甚至与大众观点相一致。我们都是，又都不是逆向投资者。从长期收益来看，成为逆向投资者与参考《纽约时报》和晚间新闻做决策没有什么区别。

“逆向投资者”这个概念含有与群体作对的意思：如果公众看好股市行情，逆向投资者就认为行情有下跌趋势，反之亦然。如果每一个人都认为某一位政客上台有利于股市发展，逆向投资者就认为不应该投他的票。具体来讲，逆向投资者知道大家都认为会发生的事其实不一定发生，这是正确的；但他们却错误地以为相反的情况将会发生。

我们再深入探讨一下这个问题。市场在为各种信息定价方面是非常有效率的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我已经说过好几遍了，如果人们倾向于认为某件事会发生，真正发生的可能是另一件事——但这不意味着两件事正好是相反的。

假设大多数人就股市行情将上涨达成了一致，这并不意味着行情将下降。它可能下降，也可能保持不变，但不管怎样，大多数人都是错的。它也有可能真的上涨，只不过涨幅大大超过了多数人的预期，这也证明大多数人是错的。从以往经验来看，这几种情况都发生过，而且发生的概率差不多。

如果你是一个逆向投资者，准确地判断出了多数人认为股市将上涨，因此你断定股市将会下跌。结果，股市的涨幅超出了大部分人的预期，你就成了圈内犯了最严重错误的人。成为逆向投资者当然比从众要好，但优势不会太明显，而且能帮助你成功的比例只有 1/3。

把股票市场比作指南针，大多数人认为它将指向北方，逆向投资者会打赌它将指向南方。但实际上指南针可能指向了东方或者西方（也有可能是东北或西南），这样大多数人和逆向投资者就都错了，市场机制就发挥了作用。与逆向投资者的决策相比，其他很多情况更加出人意料，因此发生的可能性就更大。

关键是要记住，与大多数人的预期及相反的情况相比，不相关的情况更有可能发生。当前，真正的逆向投资者与一般投资者的正确率差不了多少。真正扭转需求、拉动价格的都是种种意外的事，但问题是，意外情况可能在任何条件下发生。

模式无处不在

为了知道别人不知道的事，你必须把注意力从热门话题上移开。问问自己到底能了解什么别人不知道的信息。但你怎么可能了解一件从未听说过的事呢？

模式无处不在。当然，很多都是没有意义的，不过仍然有不少我们还没发现。未来几十年，人们从资本市场中总会发现新的东西，你肯定也有很多发现的机会。如果你采取主动，在投资行业的其他人反应过来之前，你就能够发现很多模式。这就是你的优势，是你进行市场投资的前提。

重要的是，在思考第二个问题时，你需要注意两点：第一，你需要在人们认为完全没有关系的两个或更多的变量之间找到一种规律、一种关联；第二，你要注意很多人已经发现但却忽略、轻视或者误解了的模式。下面我给你们举两个例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子（我还将在以后的章节中举更多的例子）。

关于收益率曲线的惊人秘密

人们看新闻时最关注的是利率的变化。然而，尽管如此，很多人还是漏掉了一个很重要的模式，错过了非常重要的一课。

在把注意力放在区分重要的模式和偶然的关联之前，我们先要弄懂利率问题。利率决定了贷款的成本，包括短期贷款和长期贷款，还决定了投资者把流动资产冻结一段时间以后能获得多少收益。

你是不是经常听到或读到“利率下降了”、“美联储提高利率水平”等与利率（这里的利率包含很多种）有关的新闻呢？

人们往往分不清楚由一国的央行（美国采用的是联邦储备系统，即美联储）独立控制的利率以及由市场主导的利率。

在美国，如果美联储认为有必要降低或增加市场流通的货币量，它就会相应地提高或降低联邦资金基准利率。联邦公开市场委员会（FOMC）每年召开8次会议，探讨联邦资金利率（有时也称作“隔夜利率”或者“短期利率”）是否应当上调、下调或者保持不变，以及如果需要变动的话，变动幅度应该多大。

短期利率是指银行之间相互拆借的利率，会拉动银行的存款（活期储蓄和定期储蓄）利率。投资者们经常说的美联储在利率问题上含糊其词，指的就是这种利率（这是单一利率）。

美国国债和其他所有债券的利率不是由美联储、政府、总统或某些别有用心的势力制定的，这些利率是由全球的市场决定的。（在这里我要说明一下，在投资领域，10年期美国国债利率有时会被称为“长期利率”。）在当今的全球经济中，交易员们在一个全球化的、自由、开放的市场环境中开展债券的跨国交易。

毫无疑问，投资者在谈到“利率下降”、“利率上升”、“美联储抬高利率”等话题时，把多种利率混淆在了一起，而美联储控制的短期利率和其他利率（包括国债、其他主权债务、公司债券、市政债券等的利率）相互之间都是独立的，互不影响，有时变化方向相同，有时则相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我再换个方式解释一下。有时候美联储提高联邦资金利率时，其他的利率也会随之升高，有时候则会下降。更多时候，其他利率的变化是不统一的，而且不同种类和期限的债券利率涨幅或跌幅都不同。其他国家的情况和美国一致。

对于那些还不太了解这个领域的人来说，最短期国债的利率（比“短期利率”的期限还短）和不同期限的长期债券利率的差别可以通过收益率曲线体现出来。（其他形式的债券也适用同样的方法，只要这些债券的类型和信贷质量相同，这样你就可以画出公司债券收益率曲线和市政债券收益率曲线等。）曲线图的纵轴代表利率，原点为零，从下到上数值越来越大；横轴代表时间，原点是现在，从左到右时间向后推，最后面可以是未来 10 年甚至 30 年。图 2–1 是一个假想的收益率曲线，体现了收益率曲线的基本特征。

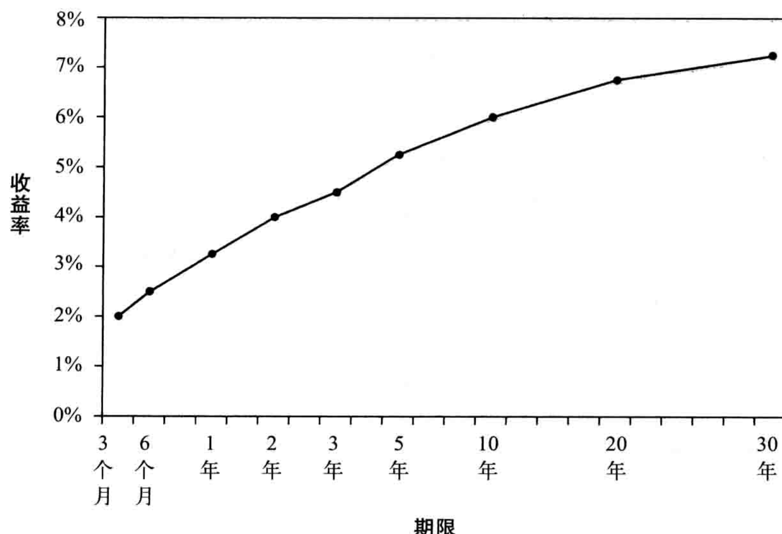


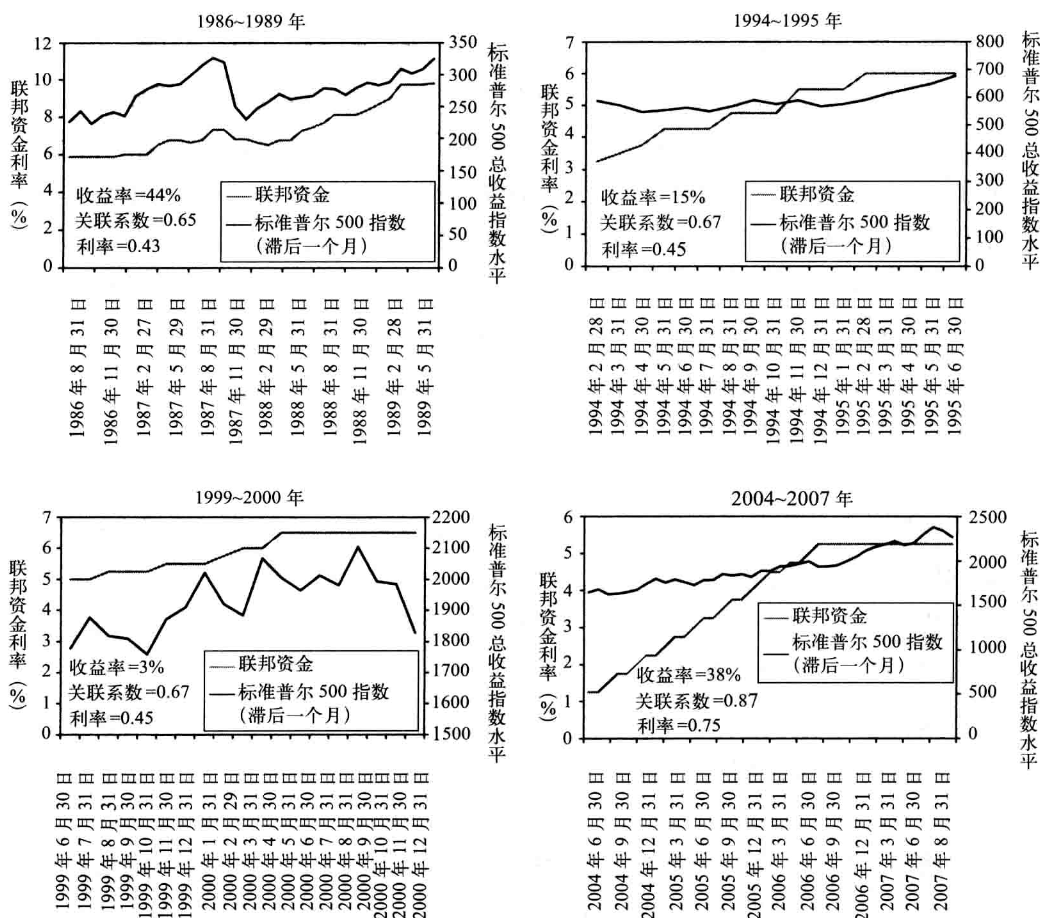
图 2–1 假想的收益率曲线

短期利率往往低于长期利率，而长期利率因为冻结资金的时间长、风险高，所以收益也相对较高。短期利率低于长期利率，体现在图上是一条上升的曲线，斜率为正。有时候，短期利率会高于长期利率，但是比较少见。在这种情况下，收益率曲线从左到右呈下降趋势，斜率为负。还有一种不太常见的情况，就是所有利率都保持同一水平，这时收益率曲线就是一条水平的线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于利率的骚动

你可能常常听人说："不要跟美联储对着干！"这意味着你要在美联储提高短期利率时迅速卖掉股票。这太荒唐了！一般来说，虽然不绝对，但美联储提高短期利率时，股票收益往往都是很高的。不过没有什么事是绝对的。图 2–2 显示了最近联邦资金利率上升的几个时期，标准普尔 500 指数收益的变化。



资料来源：全球金融数据公司

图 2–2 联邦资金与标准普尔 500指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以看到，有时候标准普尔500指数的走势与联邦资金利率的上升趋势非常吻合。我不会根据这一点总结出什么结论——股票市场很多时候形势都很乐观，所以出现这个情况并不意外。在某些条件下，股市的形势比其他时候还要好。但由于良性市场出现在短期利率上升之后，“不要跟美联储对着干”就成了本书第1章第一个问题反驳的迷思。这并不意味着短期利率的上升预示着牛市或者熊市即将到来，利率下降也不能说明任何问题。短期利率的变化与股市的动向之间没有任何可靠的、长期的关联。

跟美联储唱反调的投资者漏掉了一个什么问题呢？要想有效地思考第二个问题，首先要免去毫无必要的担心。任何人都可以在谷歌上搜索联邦公开市场委员会，或者登录美联储网站查看具体的会议时间。此外，在格林斯潘或者伯南克在任的时候，联邦公开市场委员会计划何时降低或提高联邦资金利率、幅度是多少的信息都是比较透明的。如果美联储几个月来一直在谈论利率将如何变化，那么利率实际上升高了0.25%或者0.5%已经不重要了，不会对市场造成什么影响。

你要把关注点放在整个收益率曲线，而不是短期利率的变动上。很多投资者会告诉你，向上走的曲线是有利的，向下走的则会产生坏的影响。这个观点基本上正确。收益率曲线往往是向上走的，真正向下走的曲线很少见，一般只有在熊市才会出现。

但是你现在看待收益率曲线的方式并不对，这可能会对你造成伤害。在探索新的板块之前，我们需要利用第一个问题检验一下我们对收益率曲线的看法是不是正确。首先，下行的曲线真的意味着股市的灾难吗？我的答案是，这取决于你如何定义收益率曲线，或者更具体地说，收益率曲线的适用范围。

人们在收益率问题上存在一种误解（我不会说这是错误的观点），他们倾向于同时规避经济衰退和熊市。但这不是一回事儿。即使经济不衰退，熊市也有可能出现；而经济衰退期间，也可能出现牛市。熊市和经济衰退往往同时出现，因为在经济衰退期间，人们的悲观情绪和收益的下降会对股市造成影响。不过这也不是绝对的（比如人们长期担心经济衰退，市场定价时已经充分考虑到了这个因素）。

我要解释一下这两个定义：“**熊市**”是指股票市场长期持续下滑，下降幅度等于或超过20%（熊市和市场回落的区别在于历时长短和程度强弱上，市场回落的时间要短一些，通常只有几个月，下降幅度也低于20%）。“**经济衰退**”的意思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是连续两个季度GDP出现负增长，但你很难知道自己是否身处经济衰退中，因为GDP数据的公布往往非常滞后。

如果连续两个季度GDP的负增长幅度都很小，人们就很难感受到它。经济衰退通常在衰退开始很久以后才会被贴上“经济衰退”的标签。例如，1973~1974年的熊市开始以后，一场严重的、扩散到各个板块的经济衰退很快就发生了，并一直持续到1975年。这是“二战”以来最严重的一场经济衰退，但一直到1975年才被人察觉。然而，在1974年9月，当时的美国总统福特与他的经济顾问团仍然打算通过大幅提高税率来降低经济增速、抵御通货膨胀。他们这样做就是因为还没有人意识到经济衰退已经发生了。

那个时候我还很年轻，不过当时的情况我记得非常清楚。对我来说，那是一个非同寻常的时期。我还记得，1974年时所有人都告诉我经济发展很强劲，后来才发现实际上一整年经济都在下滑。那一年我在工作上无法集中精力。我的小女儿刚刚夭折，我几近崩溃，半年之内几乎没法工作。我觉得自己无法对经济情况做出客观的判断，所以花了大量时间去咨询别人的意见。我采访了各个领域的投资者和商人，但几乎没有人知道1974年我们早已陷入经济衰退。我想大概到了1975年才有人察觉到这一点，不过那时这场严重的经济衰退差不多都结束了。通货膨胀已经到了很高的水平，很多公司的业绩下滑，但总收入仍然很高。如果几乎没人注意到这个现象，那么人们意识不到经济小幅下滑也是情有可原的。

美国国家经济研究局（NBER）是第一家公布经济衰退数据的官方机构。他们对“经济衰退”下的定义包含了大量的数据，其中最主要的GDP数据准确地显示了经济的萎缩程度。具体定义如下：

> 美国国家经济研究局并不以连续两个季度实际GDP的下降来定义“经济衰退”。我们认为，经济衰退是指全国经济活动明显放缓，持续时间长达几个月，在实际GDP、实际收入、就业、工业生产和批发零售业方面均有体现。

通常来说，上升坡度较大的收益率曲线表明在当时的环境下，金融机构放贷可以获得较高收益，而贷款也是推动未来经济发展的一个重要动力。然而，下降的收益率曲线打击了银行贷款的积极性，进而减少了流动性（记住这一点，本章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后面还会讨论到），因此我们可以用它来可靠地预测经济衰退。

但下降的收益率曲线究竟是不是导致熊市的原因呢？这取决于导致收益率曲线下降的因素是不是对市场产生了影响。例如，在1998年，美国股市的收益率曲线呈一条水平线，很多人担忧它不久就会向下走。这种担忧很快蔓延开来，加上俄罗斯深陷“卢布危机”和长期资本管理公司（LTCM）的危机，使人们广泛以为股票将被重重地拖累，在很长时期内收益下降。然而，我们迎来的是年中的市场回落，没有遇到熊市，而且到1998年年底，标准普尔500指数还上升了29%。由于人们对平行的收益率曲线过于担心，它已经失去了使市场衰退的能力。

我们再跳到2000年。这一年收益率曲线出现了下降的趋势。这一次，没有人在意这个问题。人们反而开始为“新经济”欢呼，扬言“我们不关心收益”、“这一次情况完全不一样”，扎堆儿庆祝互联网公司股票的上市，也许是因为1998年的情况使他们相信下行的收益率曲线没有什么危害吧。但是在2000年，由于没什么人在意和担心收益率曲线的下滑（人们的关注点在其他地方），收益率曲线反而成了经济衰退的警报器，同时也预示着科技股开始下滑，导致一个持续3年的熊市开始。如果每个人都将曲线的下降看成非常严重的问题，担心它将带来严重的后果，并因此开始囤积可长期储存的商品，那它很可能不会造成多大的负面影响。但如果每个人都像2000年年初时那样蹦蹦跳跳地欢呼“这一次跟以往不一样”，那么呈下行趋势的收益率曲线将给股市带来灾难性的后果。

即使我现在说得很清楚，人们仍然以错误的眼光看待收益率曲线。我们必须纠正错误，改变对下降的收益率曲线的看法，这是很重要的，因为它反映了经济形势。现在你想一想美国的利率和由此形成的收益率曲线。你为什么不考虑美国的利率呢？另外还有哪些国家的利率可以考虑吗？我将跟大家分享的第二个问题也适用于其他的情境，具体内容如下：

第二个问题：有没有一个国家的收益率曲线比美国的更重要？你可能从来没想过要问自己这个问题吧。何必要问呢？怎么会有哪个国家比美国更重要？尤其是对美国人来说，根本不会有！

毕竟，在回顾美国过去30年、50年和100年的收益率曲线时，我们可以找到充分的证据证明它们反映了经济的健康发展。每个人都知道这一点（或者，至少大多数人都相信这一点，包括很多记者，这就几乎涵盖了所有人）。美国的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率曲线很重要，而且能够可靠地预测未来好的或者坏的经济形势，这是很多人都接受的观点。每当短期利率高于长期利率时，银行放贷的积极性就会减弱，因为放贷的收益减少了。30年前，美国的收益率曲线出现了下行趋势，对于银行来说，贷款业务的唯一出路是以高于借款成本的利率把钱借给信用风险较大的对象。这样做的风险是很高的，银行都不愿意这样做。事实上，贷款对象风险越高，银行放贷的积极性就越低。在以前，美国的收益率曲线有非常大的参考意义。非常大！当然，当时大多数人都没有意识到它的重要性。

拓展思路，完善思维方式

时间快进到现在，美国不仅有全国性银行，更有充分全球化了的银行，还为对冲活动和电子交易提供各种各样的衍生品和金融期货，因此投资者可以即时获得准确的财务和贸易信息。当今，货币可以在各个国家之间自由流动，一家国际性的银行也许在你读这句话的时候正在从一个国家借款，然后去另一个国家放贷，并对冲掉货币风险。我从一家投资银行的借款也许来自欧洲几家投资公司的联合组织，并经过几家国际性银行之手，最后到达我这里，而我可能永远不会知道这些钱来自国外。我只是个借款人，对我来说它只是钱而已。

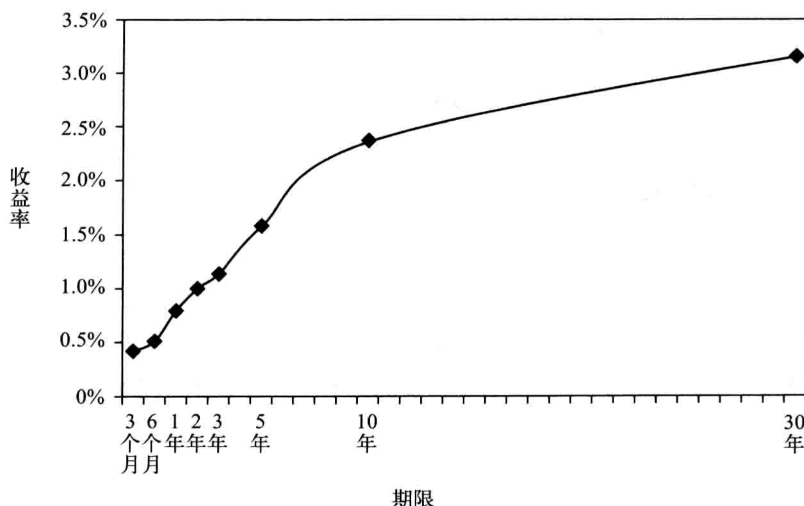
几十年前，世界各国还只有全国性银行，用于财务和贸易的大容量电子产品还不常用，对冲工具还没有出现，各国仍在实行固定汇率——真正而且唯一重要的是各国的收益率曲线。在每个国家，包括美国，全球的股市动向深深地影响着国内的形势。外国的利率和收益率曲线使用或者淘汰的流动性对本国的流动性会产生很大的影响，甚至决定着迅速获得国内外资产的杠杆成本。

然而现在，对一国收益率曲线的分析（即使是美国这样的大国）已经没有什么意义了。利用GDP计算的全球收益率曲线才是思考这个问题的正确方向，我想在我之前应该没有人提出过这个观点。全球收益率曲线反映了世界范围内的贷款情况。在当今世界上，如果全球收益率曲线和美国的收益率曲线反映出来的情况不一致，那就要遵循前者。美国或者任何其他单一股票市场的收益率曲线都要服从于全球的。

图2–3显示了2011年9月以来的全球收益率曲线。我们为什么要看这条曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？如果一家银行在一个国家借款的利率比较低，在另一个国家贷款的利率相对较高，它一定会在这两个国家开展业务。每个投资者，包括银行及客户，都喜欢以较低的成本借钱。注意，我提出这个观点的依据是根据GDP计算的收益率曲线。显然，一个国家的GDP越高，该国对全球收益率曲线的影响也就越大。



资料来源：全球经济展望数据库（国际货币基金组织，2011年9月），全球金融数据公司，彭博财经社收益统计（不包括希腊）

图 2–3　2011年9月的全球收益率曲线

在得出这条根据GDP计算的收益率曲线之前，我首先整理出了MSCI（摩根士丹利资本国际指数）中包含国家的名单。我没有参考ACWI（所有国家全球指数），因为发达国家的GDP远远超出了新兴国家，所以新兴国家的利率水平低到无法计算，关于一些新兴国家的准确数据也很难获得。我只记录了每个国家最新的GDP数据。这些数据在国际货币基金组织（IMF）的网站上都能查到。我列出来的国家名单大概就像这样：

国家	GDP（10亿美元）	GDP权重（%）
A国	50	14.3
B国	50	14.3
C国	250	71.4
总计	350	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力提高国际化水平

在研究全球各国市场的过程中，我们参照的最佳指数是由MSCI提供的。所有MSCI提供的指数都很规范，也就是市值加权和流动加权，但我们用得最多的两个指数还是MSCI世界指数和MSCI所有国家世界指数（简称世界指数和ACWI）。

世界指数涉及24个发达国家，包括美国、英国、澳大利亚、德国和日本等。我在谈到市场的历史发展时常常会提到世界指数，因为它提供了大量的历史数据，甚至包含了有助于解析历史的数据。更重要的是，世界指数比较全面，每一个国家的指数都是通过“流动”指标来衡量的，也就是市场流动性。这就是说，如果一只股票的交易不活跃，那么它对市场的影响就很小。美国伯克希尔 · 哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）就是一个例子。不管是世界指数还是标准普尔500指数都没有收录这家公司的数据，因为相对于其他股票来说，这家公司的股票交易量非常小。

作为**整个**全球市场的代表，ACWI是另一个很好的选择，它将新兴国家也考虑了进去。目前，有45个国家表现较为突出，包括世界指数涵盖的国家，再加上墨西哥、巴西、中国、印度等。由于新兴国家市场的历史较短，数据也很有限，相对于世界指数，ACWI在衡量国家业绩方面作用不大。但ACWI的结构较为规范，而且很好地反映了全球市场的整体情况。

如果你想了解有关上述指数的具体信息，或者查阅以往的市场表现，可以登录网站www.msci.com进行查询。

显然，这些信息都是假设出来的，而且为了说明起见，比正常的名单短了很多。但你应该能明白其中的道理。把世界所有国家的GDP加在一起，再用每个国家的GDP除以总数，就可以得到相应国家的GDP权重。

接下来再把短期利率和长期利率计算进去（在这里我以三月期利率和10年期利率为例）。我找到了一些比较好的数据来源，可以帮助我迅速地将利率数字整合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来。任何人都能在比较大的金融网站上免费获得这些信息，详见下表：

国家	GDP（10亿美元）	GDP权重（%）	三月期利率	10年期利率
A国	50	14.3	3.25	6.5
B国	50	14.3	2.5	7.2
C国	250	71.4	4.5	4.25
总计	350			

这部分很简单，仅仅是录入数据而已。现在我用10年期利率减去三月期利率，得到了一个差值。如果这个值是正的，说明收益率曲线斜率为正；如果是负的，说明收益率曲线斜率为负，见下表：

国家	GDP（10亿美元）	GDP权重（%）	三月期利率	10年期利率	差值
A国	50	14.3	3.25	6.5	3.25
B国	50	14.3	2.5	7.2	4.70
C国	250	71.4	4.5	4.25	–0.25
总计	350				

注意，C国的10年期利率和三月期利率的差值为负，这意味着它的收益率曲线是小幅向下走的。而且相比于其他国家，C国的GDP数量非常大。这对C国来说是不是件坏事呢？我们继续往下看。接下来，用每个国家两种利率的差值乘以本国的GDP权重，再将得出来的结果这一列求和，得出全球收益率曲线差值，如下表所示：

国家	GDP（10亿美元）	GDP权重（%）	三月期利率	10年期利率	差值	GDP权重差值
A国	50	14.3	3.25	6.5	3.25	0.46
B国	50	14.3	2.5	7.2	4.70	0.67
C国	250	71.4	4.5	4.25	–0.25	–0.18
总计	350					0.95

尽管C国的收益率曲线斜率为负，但全球的收益率曲线仍然呈上升趋势，也就是说10年期利率高于三月期利率。全球收益率曲线差值为0.95，意味着利率最高值和最低值之间只有不到1%的差异。你可以想象，在这个假想的案例中，GDP远远高于其他国家的C国在现实中就相当于美国。当然，其他国家的收益率曲线

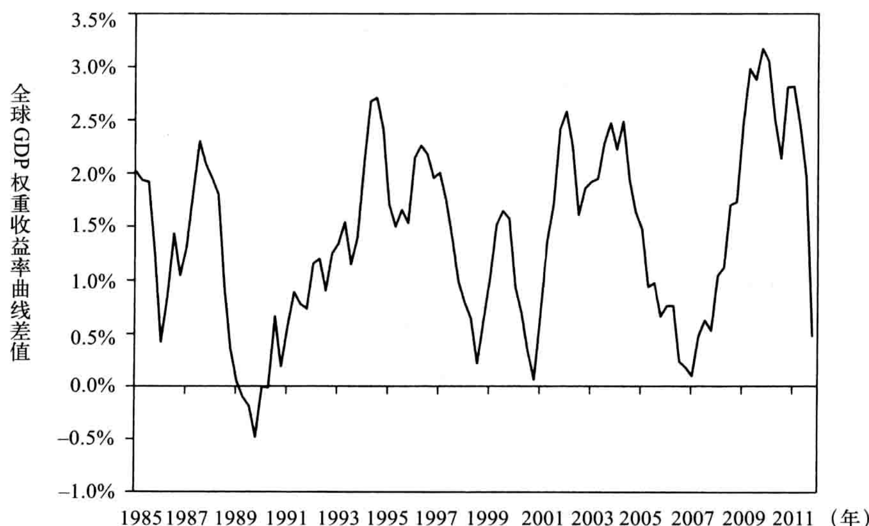
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也很重要，即使对C国这样的大国来说也能产生一定的影响。

对于C国的银行和金融机构来说，如果信贷环境不理想，它们可以选择向其他国家借款，而不用担心经济出现衰退。而在几十年前，它们是不会这样做的。如果你想建立现实的全球收益率曲线，你可以使用同样的方法计算全球短期利率和长期利率，只需用每个国家的利率乘以各自的GDP权重，然后把所有国家的数值相加。在我们的假想案例中，全球的三月期利率为4.04%，10年期利率为4.99%。用10年期利率减去三月期利率，得到的收益率曲线差值仍然是0.95%。

这样看来，美国收益率曲线的下降并不会造成短期内的恐慌。因此你更应该把关注点放在全球利率和全球收益率曲线的走势上。如果全球的曲线是向上走的，而一国的曲线在下降，那我们应当降低该国的权重。但这并不意味着全球市场将迎来熊市，从长期来看不会发生这种情况。全球收益率曲线与任何一个国家的曲线相比，都更适合用来判断股票和全球经济发展情况。

图2–4显示了自1985年以来**全球**短期利率和**全球**长期利率的差额，这是另一种描述全球收益率曲线最高值和最低值差距的方法。结果是高于零的是上行曲线，低于零的是下行曲线；距离零越远，说明短期利率和长期利率之间的差越大，曲



资料来源：全球金融数据公司，国际货币基金组织，MSCI世界货币区

图2–4 全球收益率差值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线坡度也就越大。

我们可以看到，1989 年全球收益率曲线是向下走的，预示着经济衰退即将发生（那一次是全球性的经济衰退）。在 2000 年年末和 2007 年年初，也就是两次全球经济衰退之前，曲线又趋于平缓。注意，在 2005 和 2006 年的某些时候，美国的收益率曲线是非常平缓的，甚至呈现下降的趋势（这取决于你采用的测量方法）。美国的收益率曲线居然是下降的！而同时全球的收益率曲线仍然在上升，不论是美国还是全球都没有发生经济衰退。有意思的是，在这两年中，美国的股票涨幅分别为 4.9% 和 15.8%，低于全球股市 9.5% 和 20.1% 的涨幅。如果你事先知道美国的收益率曲线是下行的，而全球的是上行的，那你当然不会对这个结果感到吃惊。

如果全球收益率曲线是平直的或者下行的，就要认识到它可能会说明未来将出现怎样的趋势。不管它的走向如何，与单个国家的收益率曲线相比，它更适合用来判断国际市场的形势。

据我所知，在我之前还没有人通过建立以 GDP 为权重的全球收益率曲线来分析全球信贷环境。对于第二个问题来说，这是一个简单而又恰当的例子，即如何理解大多数人都无法理解的问题：当前全球收益率曲线远比一国的收益率曲线来得重要。然而，对大多数人来说，理解别人理解不了的事并不复杂，它并不是艰深的理论，因此不难掌握。实际上这个道理非常重要，也非常简单。

我之前曾明确地说过，你可以用这个方法分析很多其他的现象。对于全球各国的 GDP 和市场来说，真正能产生影响的是全球的财政赤字。全球的通胀水平会加重美国或者其他国家的通胀水平。你可以用我刚提到的方法建立一条以 GDP 为权重的全球货币供应曲线，观察它的涨幅。为什么要这样做呢？因为造成全球通胀的是全球的货币供应，而不是某个国家发行过多的本国货币。你肯定也会担心贸易赤字问题和经常项目赤字问题。从定义上来看，我们不会从全球层面讨论这些赤字。我们以后再研究这个问题。很多问题你都可以从全球的角度去考虑。有句老生常谈的话叫“放眼全球，立足当地”，虽然很少有人能够做到，不过在今天它仍然有重要的价值，有超越时代的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率曲线想要告诉我们什么

现在你就能够正确地思考收益率曲线的问题了，也可以开始寻找其他特殊的模式和环境，进而开展市场投资活动。我把第二个问题变化一下：收益率曲线可以告诉你哪些有关股票的其他人不知道的秘密？到目前为止，你已经知道（或者应该知道）所有适合或者不适合自己的热门股票了。在后面几章我会解释原因，但你自己也能看出一些门道了。图 2–5 显示了不同权益的规模和类型的热门股票排名的此消彼长。

我们从图 2–5 中可以看出，没有哪一种规模或类型的热门股票永远排在第一位。更明显的是，我们找不到固定模式来判断下一个领先的股票是哪一个。如果你买进了年利润最高的股票，今年很可能亏损，要知道 20 世纪 90 年代后期，美国的大盘股长期领跑，这种情况并不常见。当然，你盲目跟风的后果就是自 2000 年以来很长时间之内股票业绩都非常一般（正如我说过的那样，热门股票的热度通常很难维持 10 年以上）。

如果真的存在一种模式告诉我们什么时候应该换一种股票进行投资，那为什么很多从事投资活动很多年，而且非常有智慧的人都不知道呢？

道理很简单。

图 2–6 跟图 2–4 类似，都显示了短期利率和长期利率之间的差距，而不是全球的收益率曲线。但图 2–6 侧重于表现价值型股票和成长型股票的相对业绩。例如，在 1987 年，也就是收益率曲线的最高值和最低值之差刚刚从 2.5% 的高峰回落的时候，人们期待价值型股票会在未来 3 年领跑股市，其业绩超过成长型股票的幅度高达 28%。然而没过多久，收益率曲线走势趋于平缓，并开始下降，成长型股票反超了价值型股票，直到收益率曲线再次上行。这个模式反复出现，有时候一种类型的股票领先的时间更长一些，业绩超过另一种的幅度也更大，甚至达到了 55% 和 76%！那些胆子小、不敢跟美联储对着干，或者担心利率过高或过低的投资者就错过了这个很重要的模式。

图 2–6 说明，在一般情况下，如果全球收益率曲线最高值和最低值的差值达到最大，那么这个时期的价值型股票业绩会超过成长型股票。事实上在差值达到最

1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
Russell 2000 Growth 51.2%	[illegible]	MSCI EAFE 32.6%	MSCI EAFE 7.8%	S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	Russell 2000 Growth 43.1%	[illegible]
Russell 2000 [illegible]	Russell 2000 [illegible]	[illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	S&P 500 Index 37.6%	S&P/Citi Value 23.9%	S&P 500 Index 33.4%	S&P 500 Index 28.6%	S&P/Citi Growth [illegible]	[illegible]
S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Value 9.5%	Russell 2000 [illegible]	S&P 500 Index 1.3%	S&P/Citi Value 37.2%	S&P 500 Index 23.0%	[illegible]	MSCI EAFE 20.0%	MSCI EAFE 27.0%	S&P/Citi Value [illegible]
[illegible]	Russell 2000 Growth 7.8%	S&P/Citi Value 16.6%	S&P/Citi Value 0.6%	Russell 2000 Growth 31.0%	[illegible]	S&P/Citi Value 31.5%	S&P/Citi Value 16.3%	Russell 2000 [illegible]	Russell 2000 [illegible]
S&P 500 Index 30.5%	S&P 500 Index 7.6%	Russell 2000 Growth 3.14%	[illegible]	Russell 2000 [illegible]	Russell 2000 [illegible]	Russell 2000 [illegible]	Barclays Agg [illegible]	S&P 500 Index 21.0%	S&P 500 Index −9.1%
S&P/Citi Value 22.2%	Barclays Agg [illegible]	S&P 500 Index 10.1%	Russell 2000 [illegible]	[illegible]	Russell 2000 Growth 11.3%	Russell 2000 Growth 12.9%	Russell 2000 Growth 1.2%	S&P/Citi Value 4.7%	MSCI EAFE −14.2%
Barclays Agg [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	Barclays Agg [illegible]	Russell 2000 Growth −2.4%	Barclays Agg [illegible]	MSCI EAFE 6.0%	Barclays Agg [illegible]	Russell 2000 [illegible]	Barclays Agg [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]
MSCI EAFE 12.1%	MSCI EAFE −12.2%	S&P/Citi Growth [illegible]	Barclays Agg [illegible]	MSCI EAFE 11.2%	Barclays Agg [illegible]	MSCI EAFE 1.8%	[illegible]	[illegible]	Russell 2000 Growth −22.4%

2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
[illegible]	[illegible]	Russell 2000 Growth 48.5%	[illegible]	MSCI EAFE 13.5%	MSCI EAFE 26.3%	MSCI EAFE 11.2%	[illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	Russell 2000 Growth 29.1%
[illegible]	[illegible]	Russell 2000 [illegible]	MSCI EAFE 20.2%	S&P/Citi Value 9.3%	[illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	[illegible]	Russell 2000 Growth 34.5%	Russell 2000 26.9%
Russell 2000 [illegible]	MSCI EAFE −15.9%	[illegible]	Russell 2000 [illegible]	S&P 500 Index 4.9%	S&P/Citi Value 19.7%	Russell 2000 Growth 7.1%	Russell 2000 [illegible]	MSCI EAFE 31.8%	[illegible]
Russell 2000 Growth −9.2%	S&P/Citi Value 16.2%	MSCI EAFE 38.6%	S&P/Citi Value 15.3%	[illegible]	Russell 2000 18.4%	Barclays Agg [illegible]	S&P/Citi Growth −35.5%	Russell 2000 [illegible]	S&P/Citi Value 17.1%
S&P/Citi Value −9.6%	Russell 2000 [illegible]	S&P/Citi Value 31.6%	Russell 2000 Growth 14.3%	Russell 2000 [illegible]	S&P 500 Index 15.8%	S&P 500 Index 5.5%	S&P 500 Index −37.0%	S&P 500 Index 26.5%	S&P 500 Index 15.1%
S&P 500 Index −11.9%	S&P 500 Index −22.1%	S&P 500 Index 28.7%	S&P 500 Index 10.9%	Russell 2000 Growth 4.2%	Russell 2000 Growth 13.3%	S&P/Citi Value 1.9%	Russell 2000 Growth −38.5%	S&P/Citi Value 21.6%	S&P/Citi Growth [illegible]
S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	Barclays Agg [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	Russell 2000 [illegible]	S&P/Citi Value −38.9%	[illegible]	MSCI EAFE 7.8%
MSCI EAFE −21.4%	Russell 2000 Growth −30.3%	Barclays Agg [illegible]	Barclays Agg [illegible]	S&P/Citi Growth [illegible]	Barclays Agg [illegible]	[illegible]	MSCI EAFE −43.4%	Barclays Agg [illegible]	Barclays Agg [illegible]

注：Russell 2000 Growth：罗素 2000 成长指数　　Russell 2000 Value：罗素 2000 价值指数

MSCI EAFE：摩根士丹利远东地区指数　　S&P/Citi Growth：标准普尔/花旗成长指数

Barclays Agg：巴克莱综合债券指数　　Russell 2000：罗素 2000 指数

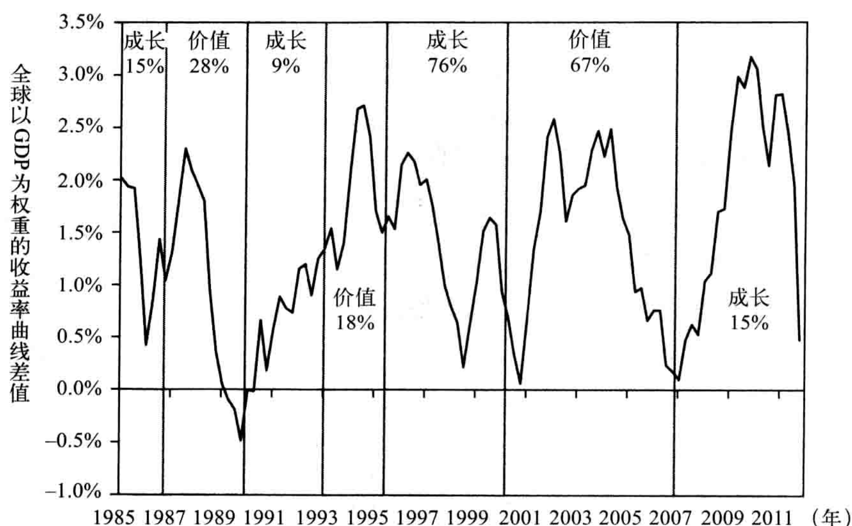
S&P 500 Index：标准普尔 500 指数　　S&P/Citi Value：标准普尔/花旗价值指数

资料来源：汤森路透

图 2–5　没有哪一种热门股票能永远保持领先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，国际货币基金组织，汤森路透，MSCI世界成长指数，MSCI世界价值指数，所有股票的净收益

图 2–6 全球成长型股票和价值型股票业绩与全球收益率曲线对比

大之前，这种现象就容易出现，因为股票的变化是最早发生的。（毕竟，市场只是一个信息处理者。）这种情况并不完美，因为没有一种方法可以解决所有问题，而资本市场又是十分复杂的。事实上，从2007年开始，这个模式就已经开始站不住脚了。

根据收益率曲线判断，你可能会期待价值型股票在业绩上更加突出，而从全球来看，短期利率和长期利率之间的差值确实可以非常大。然而，这几年发生的事情，包括2008年的次贷危机和熊市，对金融类股票的冲击相当大。金融类股票往往是价值型股票，因此它们业绩较差，把所有价值型股票的业绩都拉低了。抛开金融类股票的业绩不看，在这个时期，价值型股票的业绩的确比成长型股票高出了4.9%。但如果你能预测到金融类股票收益的大幅下跌和熊市的到来，你就不必用其他价值型股票来抵消金融类股票的损失，也能在这个时期获得很好的收益。要记住，没有什么事能准确地预测未来的发展，即使一件事在过去一直起到了很好的预测效果，它到现在也不一定能发挥作用了。

然而，决定价值型股票的业绩何时以及为什么会超过成长型股票的基本条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并没有改变（我们很快会具体解释这一点）。所以，如果你能事先知道收益率曲线会达到很高的高度，那现在就是你投资价值型股票的大好时机了；如果你知道收益率曲线会趋向平缓，你更倾向于购买成长型股票。

此外，不同的热门股票的业绩也可能有很大的差异。每一个阶段持续的时间都比较长，因此你没必要很精确地计算出它什么时候开始或结束（这样做也不太可能）。但你需要参考全球收益率曲线来正确地判断各个阶段的特点。

如果你没有参加过我或者我们费雪投资公司主持的研讨会，你可能永远也不会去计算收益率曲线的差值，或者用这种方法来研究价值型股票和成长型股票的业绩。没人能看出这个模式，而两种股票的关系非同一般。我有充分的理由来证明。

你现在知道了收益率曲线达到峰值与价值型股票业绩突出，以及趋于平缓或平行的收益率曲线与成长型股票业绩领先之间的关联，那么接下来该做什么呢？我之前说过，市场上流行着很多种套路，有的根本没有任何意义。你在根据一种套路仓促地做出投资决定之前，必须看看它是否符合前面提到的关联。如果没有这种因果关系，你做出的投资决定就毫无依据。如果一件事处于因果关系中，即它的发生是因为另一件事发生，那么这些事在某种程度上是存在关联的。但是两个相关的变量之间并不一定存在因果联系。你在学校里学习统计学的时候，老师会告诉你，关联性强并不意味着有因果关系，但因果关系的确代表着较强的关联性。因此第二个问题的核心就是，首先判断两件事之间是否具有较强的关联性，然后试着运用基本的经济学原理找出它们之间的因果关系。

成长型股票和价值型股票的区别何在？

什么是成长型股票？什么是价值型股票？你如何区分它们？

首先，对于成长和价值这两种类型的股票哪个更好，或者长期内显示出的不同风险特征，我们无法下定论。但这两种股票之间是此消彼长的关系。

几乎每个人都同意成长型股票的市盈率更高些，价值型股票的比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低，但评价它们高或者低的标准是什么呢？一些专家制定了一个强制标准，并一直沿用这个标准。在我看来，你更应该参考自己的基准（你自己选用的指数）。根据这个指数，找到相应的市盈率。如果一只股票的市盈率高于这个基准，那么它更多地具有成长型股票的特点；市盈率低于这个基准的股票更有价值型股票的特点；市盈率接近这个基准的股票在你看来应该是介于两者之间的。要牢记这个结论，因为根据你的基准，平均市盈率偶尔也会上下浮动。如果你想购买成长型股票，你就应该确定投资组合的平均市盈率高于基准的市盈率；同样，如果你想买入价值型股票，你的投资组合的平均市盈率就要低于基准的市盈率。有时候你也很可能想投资介于两者之间的投票。

要记住，一些公司可能在短期内没有收入或者市盈率。对于这些公司，你需要采用另一种衡量标准，例如市净率（price-to-book ratio）或市销率（price-to-sales ratio）。你可以根据这些比率，使用同样的方法进行分析，而且最后得到的结果是相似的。

下面我举两个例子来说明一下偶然事件或者巧合（从定义来看，这两个概念表达的是同一个意思）。这是对“赌徒谬误”（gambler's fallacy）的一种反向应用，即每一次你投掷一枚硬币，正面朝上的概率都是 50%，之前的投掷结果对下一次没有任何影响。你只看到有几次Y跟在Q的后面发生，你无法断定下一次还是这样，就像你不能判断第 101 次投掷硬币时会出现背面一样。

如果Y经常跟在Q的后面发生，但是你无法用合适的经济学原理解释这种关联，那你需要从头理顺各个因素之间的关系。当你只看到Q的时候，可能有另外一件事正在发生，而它可能就是导致Y的原因。你在下注之前，必须弄清楚这个神秘的变量到底是什么（也许是X？）。否则你可能只能看到数字上的变化。统计数字有时会有迷惑性。如果你只看到了关联性却没有发现因果关系，那你还是一无所获。你研究的结果在投入实践以前必须首先符合基本的经济学原理。

如果根据你的研究，Q似乎是造成Y的原因，它们的关系用经济学原理也说得通呢？但是你又得出结论，Q导致Y的概率仅为 70%~80%，那你是不是应该放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弃这种研究方法呢？当然不能！在投资领域，100%的关联从来都不存在。经济活动会面临诸多干扰因素，也有很多不确定因素，因此如果你想等到100%的关联性出现，那你就永远都没办法参与市场活动了。如果两件事的关联性能达到70%，这就已经很高了。以后你有的是时间去考虑其余30%的情况。在现实中，Y通常有70%的可能性是由Q造成的，另外30%可能是由X或者X和L共同造成的。不管怎么样，70%的关联性加上可靠的因果关系，这种组合已经相当不错了。如果你70%的投资行为都能获得收益，那你就打败了所有的专业投资者。所有的！如果你可以提供证据证明Q能造成Y，并证明它符合经济学原理，而同时又没有任何人知道是什么原因导致了Y，那你就有了很重大的发现。

那么，与价值型股票或成长型股票相关的收益率曲线差值的变化是否符合一些基本的经济学概念呢？当然了！一切都取决于上市公司会通过何种方式来筹集资金，以及银行有多大的意愿借出这些资金。

银行机构的核心业务始终是吸收短期存款并长期放贷。用行话来说，就是“短借长贷”。短期利率和长期利率之差，就是银行下一笔贷款的净运营边际利润。收益率曲线的上升幅度越大，银行从贷款业务中获得的利润也就越高；如果曲线趋向平行，银行下一笔贷款业务的利润就会降低；如果曲线呈下降趋势，那么银行就没有放贷意愿，这也就是为什么曲线下降往往与熊市有关联。要记住，在这样的环境下，银行必须寻找高风险的贷款机会才能获利，而银行往往不愿意借出很可能收不回来的钱。收益率曲线差值决定了银行体系的贷款业务偏好和收益水平。

如果你是一家银行的CEO（首席执行官），现在面临的情况是收益率曲线的斜率较大，而你还有一些基本常识，这时你会鼓励手下负责贷款的人员开始放贷。如果曲线的斜率继续增加，他们贷款的热情就会非常高。而如果曲线的斜率下降，他们的积极性也会随之降低。判断银行开展贷款业务的积极性高低，就是这么简单。

价值型企业筹集资金的主要途径是通过债务，它们通过杠杆手段收购其他公司、建立工厂、扩大生产线、拓展消费者群体等。当收益率曲线达到一定高度时，银行贷款的意愿较为强烈，它们更倾向于向价值型企业放贷（我们稍后会探讨其中的原因），这些企业和它们的股东往往会获得分红。

另外，成长型企业通过发行新股来筹集资本。它们也会采用借款的方式来筹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱，但同时也可以发行股票；相比之下，发行新股的成本更低（我们之后也会深入探讨这个问题）。如果收益率曲线趋于水平，银行贷款的意愿就会降低，因为下一笔贷款的边际收益会减少，或者不复存在。但投资银行家仍然迫切地希望帮助成长型企业发行新股，因为对他们来说，IPO（首次公开募股）和新股发行有极大的获利空间。因此在这样的环境下，价值型企业逐渐失去优势，成长型企业获得领跑地位。现在，成长型企业拥有大量的筹资机遇，为获得更高的收益创造条件，而价值型企业筹集资金就不那么容易了。

从反方向思考问题

如果有件事你理解不了，一个有效的方法就是变换一下它的形式，或者将它反过来，从不同的角度去研究它。我们试着把市盈率翻转一下，正确地看待它。从定义上来看，成长型股票的市盈率往往高于价值型股票，成长型企业的公众形象相对于价值型企业也是非常完美的。假设一只成长型股票的市盈率是 50，一只价值型股票的市盈率是 5。换个说法，市盈率为 50 相当于用 50 美元的价格除以 1 美元的收益，市盈率为 5 相当于用 5 美元的价格除以 1 美元的收益。如果将分子和分母交换位置，我们可以得到**盈利率**（在第 1 章已经讨论过）。那么市盈率是 50 的股票，盈利率就是 2%。如果这家公司的财务没什么问题，收益也很稳定，那么 2% 就是通过发行股票筹集扩张资本的税后成本（记住，市盈率是税后的值，所以盈利率也是）。与按照公司债券水平长期发行债券相比，这个成本很低。同理，市盈率为 5 的公司盈利率就是 20%。与通过长期发行公司债券筹集扩张资本相比，这个税后成本是相当高的。

我再强调一下：成长型企业在任何时候都倾向于以发行股票这种低成本方式筹集扩张资本。价值型企业则不会这样做，它会通过尽可能多地借贷来获得扩张资本。

我们再换个角度来思考这个问题。假设你不是公司借款方，也不是股票发行方，而是银行的贷款业务负责人。你有以下 4 位客户：

1. 微软公司，知名的大盘股中的成长型企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 福特公司，知名的大盘股中的价值型企业

3. Geewhizatronics，不太知名的小盘股中的成长型企业

4. Local County Cement（LCC），不太知名的小盘股中的价值型企业

这 4 位客户只与你的银行有业务往来，每家公司的借款数量相同。假设这 4 笔贷款已经分别发放给各公司，你可以追回贷款，随时要求它们偿还。有一天，你的老板过来跟你说，银行发放的贷款过多，而且贷款业务已经没有获利空间了。他让你自己挑选一位客户，停止向其提供贷款，从而将银行贷款量削减 25%——你会选择谁呢？

当然，你肯定不会选择微软，这可是公认的全球最大的企业之一。如果你真不给微软公司贷款了，金融领域里所有业绩突出的同行都会嘲笑你。你也不会选择福特，因为尽管福特的品牌地位没有微软高，它也是一家非常有名的公司。难道要选择Geewhizatronics吗？才不要呢。它虽然规模小，但据说成长速度非常快，没准儿它就是下一个微软呢！如果你真的放弃这家公司，一旦它哪天一鸣惊人，你又会遭到同行嘲笑了。

你应该选择的是小盘股中的价值型公司LCC。我这么说也许已经没什么新意了，但如果该公司的生产停滞了，利润也就没有了。看不出来它还有什么进一步发展的潜力。保留微软、福特和Geewhizatronics，放弃LCC，做这个决定很容易，哪个同行也不会因此笑话你。

归纳一下，我们都做了什么？我们停止了向价值型企业提供资金，主要是规模较小的价值型企业，尽管你也有意愿抛弃大块头——福特公司（下一个可能就是它了），但你不会放弃成长型企业。LCC 曾经计划扩大企业规模，但现在不得不放弃这个想法了，它的股票也因此暴跌。未来，它无法获得任何扩张资本，不得不自负盈亏。除了获得的利润，它只能靠现金流维持生存。

同时，由于成长型公司的市盈率较高、盈利率较低，它们也可以通过发行股票获得扩张资本。它们不断地增长，让投资者感到它们的前景很好。事实上，只要它们愿意，高市盈率企业可以随时以较低的价格发行股票，甚至可以到LCC公司之前从事的行业分一杯羹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再变换一种角度

还以上面那个例子分析，假设3年过去了，你与你的3位贷款客户相处得很顺利。但是有一天，你的老板又过来对你说，根据当前的环境，贷款业务相当有利可图，并要求你扩大贷款规模。收益率曲线的斜率已经非常高了，银行下一笔贷款业务的净运营边际利润也相当可观。他命令你："约翰，再贷一笔钱出去。"你小声对自己说："我不叫约翰。"但还是给微软公司打了电话。可微软公司刚刚有几只股票上市，现在并不需要借钱。福特公司也刚刚借了一笔钱，打个比方，它借的钱已经超过了一个正在休假的醉鬼水手所能消费的量，而且他现在正躺在工厂的地上，醉得不省人事，无法继续消费。Geewhizatronics现在会嘲笑你，因为它打算安排一只股票以未来收益1 200倍的价格上市，它可不希望被人看到跟一个银行家有联系，免得对股票上市不利。

突然你脑子里冒出了一个奇怪的想法：还有另一家公司LCC啊。你可以打电话过去主动提出借给它钱。已经有好几年没有银行家跟公司的CEO说话了，他现在肯定会惊得从椅子上摔下来。他赶紧给楼下的CFO（首席财务官）打电话："埃德！还记得几年前搁浅的企业扩张计划吗？把计划书翻出来，掸掸灰尘，拿到我办公室。有个疯了的银行家想借给我们钱，我们终于可以像Geewhizatronics公司那样发展了。"

实际上，LCC不会像Geewhizatronics那样发展，但有了融资资本，它比之前看上去更像一家成长型企业。因此，收益率曲线走向的变化决定了银行是否会向LCC提供资金，以及公司股票看上去更像成长型股票，还是像冷冰冰的混凝土一样没有生气。

这个假想的案例反映了全球收益率变动背后的基本经济学原理。曲线的变动决定了银行体系放贷的意愿，以及成长型股票和价值型股票此消彼长的市场地位。道理非常简单。

现在你得到了一个有经济学原理支撑的关联模型，这是很基本的。此外，其他的投资者想的不是收益率曲线对公司筹集资金的活动，或者对市场回报有什么样的影响。他们甚至可能没有正确地看待过收益率曲线。

对第二个问题的回答为你进行市场投资提供了一个理性的思考，有助于你明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白成长型和价值型股票何时处于领先地位。要关注全球的利率水平，这是一个非常好的信号。

总统任职周期

我们通过简单的数据就能看出收益率曲线差值的变化对成长型和价值型股票地位的影响。你不必拥有金融学或者统计学的高学历，只要有公开的数据、Excel电子表格，或者简单的图表就能明白。我们在第 1 章提到过，如果你需要非常复杂的公式，那你的假设有可能是错误的。

但如果你发现了一个模式，看上去非常可靠，用简单的数据却难以证明，这时你应该怎么办呢？万一它是非常容易预测的呢？我来举个例子。表 2–1 显示了 1925 年以来历任美国总统的任期和 1926 年以来标准普尔 500 指数反映的年收益情况。我把每一位总统任期内的前两年和后两年分开来看。你可以看到，在大多数时候，后两年任期内年收益往往是正值。

表 2–1　历任总统任期期间年收益的异常情况

总统	党派	第一年		第二年		第三年		第四年	
柯立芝	共和党	1925	无	1926	11.7%	1927	37.7%	1928	43.8%
胡佛	共和党	1929	–8.5%	1930	–25.0%	1931	–43.5%	1932	–8.4%
罗斯福（第一届任期）	民主党	1933	54.4%	1934	–1.5%	1935	47.7%	1936	32.8%
罗斯福（第二届任期）	民主党	1937	–35.3%	1938	33.2%	1939	–0.9%	1940	–10.1%
罗斯福（第三届任期）	民主党	1941	–11.8%	1942	21.1%	1943	25.8%	1944	19.7%
罗斯福/杜鲁门	民主党	1945	36.5%	1946	–8.2%	1947	5.2%	1948	5.1%
杜鲁门	民主党	1949	18.1%	1950	30.6%	1951	24.6%	1952	18.5%
艾森豪威尔（第一届任期）	共和党	1953	–1.1%	1954	52.4%	1955	31.5%	1956	6.6%
艾森豪威尔（第二届任期）	共和党	1957	–10.8%	1958	43.3%	1959	11.9%	1960	0.5%
肯尼迪/约翰逊	民主党	1961	26.8%	1962	–8.8%	1963	22.7%	1964	16.4%
约翰逊	民主党	1965	12.4%	1966	–10.1%	1967	23.9%	1968	11.0%
尼克松	共和党	1969	–8.5%	1970	4.0%	1971	14.3%	1972	18.9%
尼克松/福特	共和党	1973	–14.8%	1974	–26.5%	1975	37.3%	1976	23.7%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

总统	党派	第一年		第二年		第三年		第四年	
卡特	民主党	1977	–7.4%	1978	6.4%	1979	18.4%	1980	32.3%
里根（第一届任期）	共和党	1981	–5.1%	1982	21.5%	1983	22.5%	1984	6.2%
里根（第二届任期）	共和党	1985	31.6%	1986	18.6%	1987	5.2%	1988	16.6%
老布什	共和党	1989	31.7%	1990	–3.1%	1991	30.5%	1992	7.6%
克林顿（第一届任期）	民主党	1993	10.1%	1994	1.3%	1995	37.6%	1996	23.0%
克林顿（第二届任期）	民主党	1997	33.4%	1998	28.6%	1999	21.0%	2000	–9.1%
小布什（第一届任期）	共和党	2001	–11.9%	2002	–22.1%	2003	28.7%	2004	10.9%
小布什（第二届任期）	共和党	2005	4.9%	2006	15.8%	2007	5.5%	2008	–37.0%
奥巴马（第一届任期）	民主党	2009	26.5%	2010	15.1%	2011	2.1%	2012	—
平均值			8.1%		9.0%		18.6%		10.9%

资料来源：全球金融数据公司，1925 年 12 月 31 日~2011 年 12 月 31 日标准普尔 500 总收益指数

你可以拿一支铅笔，在 1929~1932 年之间画一条线。你应该记得，这几年正是“大萧条”刚刚开始的时期，银行业和市场经历了大调整，在未来几年不太可能再次出现；同时在那个时期，人们对经济和中央银行的运作方式还不是十分了解。在所有总统任期的后两年，只有 4 年的年收益出现了负值。1939 年的情况还不算太糟，年收益率仅为–0.4%。1940 年也只有–10.1%，虽然较 1939 年有所下降，但下降幅度不大。此外，那些年由于“二战”对市场产生了影响，年收益出现负值你应该不会太吃惊。

2000 年的情况也非常特殊，在经历了 20 世纪 90 年代的大牛市以后，互联网泡沫开始破裂了，此外当年下半年，美国国内围绕着总统选举出现了将要涉及宪法的危机。

有意思的是，很多人都还记得 2000 年美国“第一次”出现了没有赢得选举的候选人当选总统的情况。当然，美国有不止一位总统没有赢得绝对多数选票而最终当选。2000 年有位候选人是阿尔 · 戈尔。尽管媒体很看好他，但他最终没能获得绝对多数选票，只得到了 48%。由于罗斯 · 佩罗和拉尔夫 · 纳德等少数党候选人的干扰，比尔 · 克林顿在两次就任总统之前也从未赢得过绝对多数选票。亚伯拉罕 · 林肯在 1860 年的选举中只获得了 39.8%的选票，仍然没过半数，但在 1864 年的选举中得到了 55%的支持率。人们关注的是戈尔获得的选票多于小布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什，两个人都没能在2000年的选举中获得绝对多数选票，与1968年肯尼迪和尼克松的情况一样。

戈尔虽然获得了多数普选选票，但在选举人团投票时败下阵来，而这决定了最终的选举结果。戈尔随后在法庭上与小布什争夺佛罗里达州的珍贵选票，让人们猜不透最终谁会当选。这次法庭上的对决增加了选举的不确定性，也让2000年年底的这次选举不同寻常。市场非常不喜欢不确定性。这次选举造成了什么影响呢？根据2000年9月1日的统计，标准普尔500指数年内增长了4.3%。这一年股市的不景气看起来在很大程度上是由最后3个月选举结果的不确定性造成的。

到了2008年，美国出现了次贷危机，这是因为一个存在很多问题的会计法则（财务会计标准第157号“公允价值会计”），幸好这个法则现在已经撤销了。另外，政府整个一年对危机的放任态度使问题加重了（或许这也是造成危机的原因）。我们可以这样讲，如果不考虑百年不遇的突发事件，每一届总统任期的后两年股市往往不会出现负收益。这一点很明显，你观察一下表中的数据，总统任期的第三年情况是最好的，收益几乎都为正，平均值在4年中也是最高的。

知道了这一点，你在做出预测时可以不必过分焦虑。你在研究总统在位的后两年时应当更倾向于判断牛市的出现。与之相反，市场风险往往集中在总统任期的最初两年，这时的市场模式又有所不同。前两年通常（不绝对）只有一年的市场收益为负。如果第一年收益出现了负值，第二年就不会，反之亦然。当然，你偶尔也会发现前两年的收益仍然为正，但两年都出现负值的情况非常少见。1929和1930年出现了“大萧条”，情况非常特殊，在这里不作考虑。此外，尼克松总统的第二届任期较短，而且出现了连续两年收益为负的情况，但那个时期也非同寻常。

“大萧条”

我们必须记住，美国的“大萧条”是全球经济衰退的一部分，而大多数历史学家经常会忽略这一点。你常常听人说，由于美联储针对银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的决策失误，个人和企业过于贪婪，以及胡佛政府对经济的自由放任，“大萧条”就是对美国的惩罚。尽管美国自身有很多的问题，但经济历史学家仍然试图掩盖这次“大萧条”只是一场难以避免的全球危机的一部分这个事实。

我此前撰写的《华尔街的华尔兹》一书中系统地将“大萧条”作为全球危机的一个表象加以论述，请参考。

你可能觉得这个有预测作用的方法对你的智力是一种侮辱。你会对自己说：“为什么要采用这种方法呢，它简直太有悖于常理，而且过于简单了。”这个方法的确很简单，但这也是它成为一个好方法的原因。这个模式并没有被各种迷信所掩盖，而是公开地存在着，让人一目了然。你之前可能听说过有关总统任职周期对股票走势产生影响的说法，很多人都知道它，甚至将它描述得神乎其神（但在我看来，还没有人从我的角度去思考它）。如果每个人都将它视为一个有效的工具，那市场就会在定价的过程中将这个因素考虑进去，它的威力也就消失了。只要别人都对它视而不见，你就仍然会保持优势。

没人能预测一个伪君子会做什么

人们看不到或者无法接受的趋势往往拥有强大的力量。尽管如此，这个观点的正确性无法单纯用数据来证明，不过如果按日历年来算，结果就不同了。但从经济学的角度去考虑，这个观点非常有道理。市场最不喜欢不确定性，而新上任的总统，哪怕是连任的总统，都会给市场带来极大的不确定性。在所有政客当中，总统是最虚伪的，他知道在选举期间要忽略最少数人的诉求，而在胜出以后则不再照顾大多数人的利益。如果一个政客是伪君子，有能力赢得总统选举，那他就是一个真正的、最有才能的伪君子。没人能预测一个真正的伪君子接下来会做什么。

2002 年，小布什有意违反了一个所有总统都经历过的基本规则：在中期选举中，总统所在政党总是会将议会的一部分席位拱手让给反对党。在此前的 100 多年里，共和党总统中只有布什一人在中期选举中帮助自己的政党获得了席位。由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于总统心里清楚，他的政党很可能失去一些议会席位，那么他最希望议会通过的法律，也就是最难获得议会通过的、对他的任期有着标志性意义的法律，必须争取在任期的**最初**两年内获得通过。如果在此期间都无法通过的话，在任期的后两年就一定无法实现了。

在财富、财产权和管理地位（也属于一种财产权）的分配方面，最明目张胆、最无耻的行为往往出现在总统任期的头两年。

对财产权稳定性的信念是资本主义的基本要义，也是资本市场保持稳定的前提。美国人往往不会在意财产权问题，因为相信美国拥有世界上最健全、最完善、最稳定的财产权体系。“《人权法案》之父”乔治 · 梅森对美国的开国者们产生了深远的影响，从那时起，人们对财产权的信念使美国发展成为一个伟大的国家。任何威胁到财产权神圣性的事情都会导致人们自发地规避风险，给资本市场带来恐慌。

总统任期的第一年是蜜月期，这时他往往急于把竞选时获得的政治资金都花掉。这个新上任的总统满面红光，眼睛发亮，他身边的家人也面带笑容。他此时急于把最棘手的事赶快处理掉——谁都知道，总统刚上任的前 100 天要制订工作计划。在这期间，财产权的转移或财富的重新分配所构成的威胁很容易导致更大规模的风险规避，任期的前两年往往是熊市最有可能发生的时候。因此，这通常是立法活动非常频繁的时期，熊市出现的情况很多。提醒你一下，这并不意味着总统真的希望立法提案能够获得通过，而是他为此做出了努力。他的工作计划一旦获得了通过，就会对市场造成一定的风险，而市场并不喜欢这种风险。

1992 年比尔 · 克林顿当选总统，第二年他就提高了税率，尽管在竞选时他承诺会降低税率；到了 1994 年，他又威胁将医保体系国有化（即对财产权做出变动）。这是一个真正的伪君子在前一半任期内做出的典型的愚蠢行为。到了奥巴马总统任职时期，所有大的变动都发生在最初两年，后两年相对比较安稳。这种情况非常典型。在其他时候，例如小布什总统在任期内，没有推出任何有实际意义的立法提案——两届任期内都没有。如果每次总统刚上任的时候就推出立法提案，不出意外的话，熊市就会出现。

任何新推出的立法项目都暗示着会有变化发生，你的钱和财产权都要进行重新分配了。不管政府做出什么样的决策，不管新的项目听上去有多么完善，也不管收益有多么吸引人，新的立法都意味着钱和财产权将得到重新分配。穷人和老

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年人看病的成本会降低！谁会认为这不是好事呢？加大对犯有重罪的违法者，比如娈童者、强奸犯、虐待动物者的处罚力度？举手赞同！让所有的孩子一切免费？谁要是反对谁就是禽兽！不管具体做什么，山姆大叔都是从一个群体中获取钱或者财产权，与他们吵上一阵儿，再把剩下的钱和财产权分给另一个群体。

我们已经知道，人们厌恶损失甚于喜欢收益。遭受损失的群体对损失的厌恶远多于获益的一方得到好处时的喜悦。旁观者眼睁睁地看着一方的财产被转移到另一方，还以为自己目睹了一场抢劫。市场上的财富或财产权的重新分配就是一种抢劫行为。它给人们带来的恐惧远远超出了这个行为本身的严重性，因为所有旁观者都认为下一个被抢的会是自己。受到这种情绪的影响，市场在总统任期的头两年发展会比较弱，因为市场不喜欢受政治因素驱动的变化。

到了第三和第四年，我们对总统的风格就比较了解了。他也许是个典型的政客，我们也许不喜欢他，但经验证明，他是个吸血动物。对此我们并不吃惊，我们认为自己知道总统的真实目的、他有什么样的规划，以及他有多大能耐实现自己的目标（或者他**没有能力**实现自己的目标，这倒是好事，因为市场不喜欢受政治因素驱动的变化）。此外，美国总统倾向于在任期的后两年避免提出有争议的立法提案，因为他们也许想再次当选，或者他们感觉累了，想歇一歇（已经在任两届的总统符合这一点）。

一个非常有经验的总统会在任期的第三年保持低调，到了连任选举的时候批评反对党在政治上效率太低。他可能会慢悠悠地说："要不是因为另一个党派反对我，他们的议员不真诚合作，我本来可以履行承诺，让孩子们一切免费。所以我们要摆脱掉这些没用的人，为那些支持我的人投票，下一次我就能给你们免费了。"哪一年的立法提案越少，这一年的市场就越活跃（这些政客几乎从来没兑现过自己的承诺）。

关于总统任期的问题，我们还没探讨完。问问自己：目前还有哪些事正在发生，但其他人还没有注意到，或者不相信它是真的？我们知道，总统任期的最初两年是市场风险可能较为集中的时期。对于再次当选的总统，他们第二届任期的前两年有什么特点？表 2–2 排除了只担任一届总统的任期情况以及担任两届总统的第一届任期情况，只列出了美国历史上再次当选的总统的第二届任期。你看看自己能从中发现什么规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-2　再次当选总统的第二届任期情况

再次当选总统						
第二次当选年份	党派	总统	第一年的标准普尔 500 指数		第二年的标准普尔 500 指数	
1904	共和党	西奥多 · 罗斯福	1905	19.7%	1906	6.8%
1916	民主党	威尔逊	1917	–25.2%	1918	25.6%
1924	共和党	柯立芝	1925	29.5%	1926	11.7%
1936	民主党	富兰克林 · 罗斯福	1937	–35.3%	1938	33.2%
1948	民主党	杜鲁门	1949	18.1%	1950	30.6%
1956	共和党	艾森豪威尔	1957	–10.8%	1958	43.3%
1964	民主党	约翰逊	1965	12.4%	1966	–10.1%
1972	共和党	尼克松/福特	1973	–14.8%	1974	–26.5%
1984	共和党	里根	1985	31.6%	1986	18.6%
1996	民主党	克林顿	1997	33.4%	1998	28.6%
2004	共和党	小布什	2005	4.9%	2006	15.8%

资料来源：国际金融数据公司，标准普尔 500 总收益指数

除了尼克松执政的时期比较混乱，你在表中找不到连续两年收益出现负值的情况。除了收益为负的年份，就是收益为正而且数值非常高的年份。在总统第二届任期的前两年，正收益率的平均值分别为 21% 和 24%——这个时期市场非常繁荣。这些年收益要么为负，要么上升幅度非常大，总是处于一个极端。在这几年把握市场投资的正确时机相当重要，影响也很深远。这就是一个很好的例子，教人们如何跳出平均值本身去思考构成这个平均值的要素。历史上，每一任总统在任期前两年的平均收益都低于 4 年任期的平均值。但在所有的平均值中，形势好和不好的年份差距也非常大。平均值具有很大的迷惑性。(严格地说，1904 年西奥多 · 罗斯福不算重新当选，因为他一开始就没有当选总统。同样的情况还发生在 1948 年的杜鲁门和 1964 年的约翰逊身上。但我不敢说这会对结果产生什么影响，因为我们已经接受了他们担任两届总统的事实。)

你难道应该放弃其他的预测市场趋势的努力，让政坛的变化决定你什么时候买卖股票、债券和用现金投资吗？当然不是！傻瓜才会这样做！尽管总统的任职周期是一种趋势，在社会经济学领域有重要的意义，但要记住，还有很多其他的因素在推动市场的发展，包括本国以外的因素。例如在当前经济发展越来越国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的形势下，美国市场与国外市场已经紧密联系在一起，国外的因素能够也将会对美国造成影响。永远不要幻想能找到一个万能的方法。

到这里我来总结一下，在美国总统任期的前两年，市场风险往往比较高。最后两年收益通常为正数，第三年的收益最高。如果前两年的收益不是负值，就会是非常高的正数，在第二届任期尤其如此（2005 和 2006 年是特例，不过 2009 和 2010 年又正常了）。此外，收益非负的年份往往出现收益水平很高的情况，这也合情合理。人们对政治风险逐渐消退的预期可以促成市场回升，带动市场收益大幅增长。

有意思的是，在 2010 年年末，很多人都在说 2011 年是奥巴马就任总统的“第三年”，这意味着牛市将要出现了。那时我对此持怀疑态度，因为突然有这么多人都开始相信一个观点，它就失去效力了。因此（当然还有其他原因），我预计 2011 年市场会非常动荡，但到年底会出现总体上不盈不亏的情况。2011 年 1 月 26 日，我在《福布斯》杂志当年的第一期专栏文章中写道：

> 我做了一项研究，证明现在有非常多的乐观主义者，因此行情有下跌的趋势。但别急于下定论，研究结果还显示仍然有很多人有悲观情绪，其中大部分都是长期陷入灾难论调无法自拔的人，也有刚刚被灾难论者教化的悲观人士。他们的担忧主要来自此前两年收益的迅速增加，导致股票行情看涨。悲观者和乐观者势均力敌，他们就像杠铃的两端一样。我之前把市场比作一个“巨大的羞辱者”，它是一个强大的精神层面的存在，目的是随时随地尽最大努力羞辱每一个人和每一次投资行为。不论是你我，还是你那上了年纪的婶婶，都逃不过它的羞辱。它实现目标的最好方式，就是在年内熊市或牛市的巅峰时期让人们受到重挫。

事实也的确是这样。美国和世界上其他国家的股票在整个一年都表现平平，其间还有不少波动。我之前猜测 2011 年股市不会有太大的收益或者损失，打破了人们对我之前总结的模式的信仰，但实际上却使这个模式更加有意义了。这个模式不是万能钥匙（没有什么是万能的），但它是一个非常有效的工具。

我在前面举了一个简单的例子，来教你如何去理解其他人不能或者不想理解的问题。但如果出于某些原因其他人也都理解了这个问题，你能理解它就没有多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大意义了，因为市场在定价的时候会将这个因素考虑进去。（我在 2010 和 2011 年撰写了两本书，分别是《大揭穿》和《市场不会忘记》，在这两本书里面我提供了更多的利用总统任期的异常情况分析市场趋势的方法。）

检验，再检验

你可能会感到疑惑，为什么我会在本书中跟你分享一些我知道而别人不知道的事。如果知道一些事让我比别人更有优势，那我为什么要说出来呢？现在，很多人都知道了我掌握的信息，这意味着这些信息很快会成为市场定价的依据，也就不再具有效力了，对吗？

可能对，也可能不对。我长期以来都在思考研究总统任期内的市场收益循环，并把它写了出来，但每次我这样做的时候，都有人站出来想阻止我。人们以为我有这样的想法简直是疯了，也正因为如此，我才确信我的想法依然拥有强大的力量。本书中举出的所有例子都符合这个道理。一旦我找到了有用的信息，我就会反复地测试它，确保市场在定价时还没有考虑到这个因素。如果我最终认定自己发现了一个新鲜事物，我就会开始观察其他人有没有能力或者意愿去了解它，其中一个方法就是把它公开。如果大多数人都对这个事物嗤之以鼻，他们就不会试着去理解它，那我就可以断定这个事物是有效的。如果人们慢慢接受了它，认为它可以带来好处，那它的效用就降低了，甚至完全没有用处了。如果一件事从无法理解发展到很多人都开始接受，那你就应该放弃它，开始探寻新的领域。

第二个问题的目的就是帮助大家预先了解 3 年或者 30 年之后会成为常识的事。一旦每个人都知道了你的新发现，它就不新鲜了，对你来说也就没什么作用了，所以要事先测试一下。问问你的朋友和同事，他们是否认为收益率曲线的变动标志着领跑的股票类型的变化；问问他们是否认为总统任期的循环暗含一定的道理。只要他们面无表情地看着你说“你说什么？”或者“怎么可能！”或者更夸张地说“你疯了吧！”，那你在做出投资行为之前依然有参考标准。

我公开了近年来我的一些发现（但不是所有的），目的就是了解我是否可以继续使用这些信息，分清哪些是已经过时了的。很多同行只会不停地背诵他们从老师那儿学到的知识，还不知道为什么这些知识用于实践时没什么效果。要想在投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资方面超越其他人，你必须坚持创新，还要不断检验你掌握的信息是否仍然有效。

现在你可以利用第一个问题使自己脱离无知的状态，根据第二个问题让自己理解别人理解不了的事。但如果你不能控制自己的大脑，你还是会重复犯错。投资是一种反直觉行为。你可以经常跟自己这么说，但你的大脑却不会这样做。在你跟自己的大脑做斗争的过程中，你那难于控制的大脑常常会赢——除非你能思考第三个问题，这就是第3章的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第3章
第三个问题：我的大脑在怎样误导我？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这不是你的错

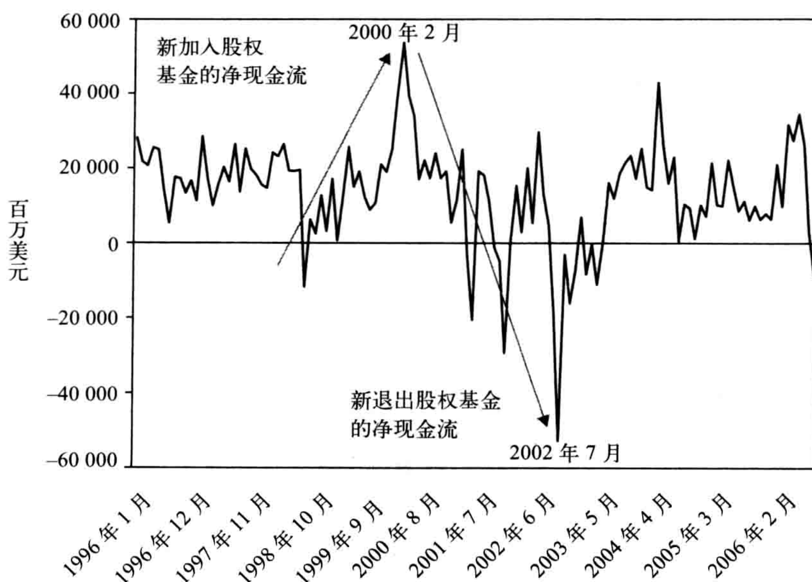
关于金融行业，我们学到的第一个道理是“贱买贵卖”。在电影《颠倒乾坤》（*Trading Places*）中，当艾迪·墨菲和丹·阿克罗伊德饰演的角色企图垄断橙汁市场时（以一种非法的、不合情理的手段，但是很有喜剧效果），你知道编剧一定会写出一些跟金融行业有关的台词，所以接下来丹就对艾迪说：“贱买贵卖。”你还需要什么其他的建议呢？

我们都知道自己的目标是什么，却经常朝相反的方向努力。买卖股票能有多难呢？不过是在价格低的时候买入，价格高的时候卖出而已。这又不是什么复杂的科学难题。但这却是一个永恒的问题，永远都不会消失。投资者们买卖股票的时机往往与他们所期待的相反。例如，图 3–1 显示了 2000 年科技股达到顶峰的前后资金流动的过程，也就是每个月流进和流出股权共同基金的货币量。

2000 年 2 月流入共同基金的货币量达到最高（卖出股票的好时机到了），未来 3 年都会出现熊市。2002 年的情况正好相反。到了 7 月，大量资金脱离了共同基金（这是购买股票的绝佳时机），很快新的牛市就出现了。这就是投资者贵买贱卖的一个例子。偏离正常轨道的人并不少，这个例子代表了很多人的做法：人们慌里慌张地在股市中进进出出，与正常的做法背道而驰。

没人愿意贵买贱卖，这样做太愚蠢了。那为什么我们很多人最后都做了蠢事呢？大家有很多现成的借口。在 2000~2002 年的熊市之后，大家都埋怨各公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：美国投资公司协会（ICI）

图 3–1 新流入股权共同基金的净现金

CEO 欺骗了他们，还责怪财务公司有诈骗行为，例如安然公司和世通公司等。而经历了 2007~2009 年的熊市，人们又开始指责贪婪的银行家、政府过多的债务、房地美（Freddie Mac，美国联邦住宅贷款抵押公司）和房利美（Fannie Mae，美国联邦国民抵押贷款协会），还有腐败的政客们、一些自己看不惯的社会原因等。人们总会找到一个现成的借口。

不要再指责别人了。如果你想知道为什么你的投资收益总是比想象中差，不妨照照镜子，或者去做一个脑部扫描。在投资方面，你最大的敌人就是你的大脑。或者更准确地说，最大的敌人是人类大脑的进化，使你的大脑更加专注于保护你在饥饿、险恶的自然环境和牙齿锋利的野兽面前生存下来。

人类作为一个努力生存的物种，其大脑在进化过程中有着明确的目标，就是在原始的环境中能够存活。对于人类来说，在超市或者小餐馆买食物，以及不害怕遭到野兽的攻击而当场毙命或被肢解，这些都不太容易——在这方面，人类已经有了一些进步，但还远远不够。在进化的过程中，人类很多时候都是群居的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们成群结队地出现，这猎取野兽，寻找食物，与异性结合以繁衍生息（听上去似乎比买入股票更诱人），躲避食肉动物，并寻找落脚之地。这就是我们的大脑经过进化的主要功能，即保证我们吃饱穿暖、保护我们的身体不受潮气的侵蚀或者野兽的袭击。

想想石器时代的先人们，他们为了生存做出的斗争对我们现在的行为有怎样的影响。他们的族人就是他们的朋友，也是他们可以信任的人；他们的敌人是其他部落的人、野兽和他们当时无法理解的黑暗。为了保护自己，他们聚集在一起，点上火堆来驱赶黑暗（和黑暗的事物）。我们之前举过一个篝火之外传来声音的例子，跟这里讲的内容相近，都是讲我们祖先的大脑认知行为如何保证他们的生存，使人类世世代代繁衍生息。直到最近，我们的大脑才开始让我们在非常有限的、与一般的生命领域无关的地方犯错，我们因此受到伤害。

即使拥有先进的技术，同时面临着当代社会的各种复杂性，我们的大脑在进化过程中形成的模式也仍然没有改变。大脑的预设在心理学领域是一个比较有争议的概念。有批评家认为，进化心理学与通俗的大众文化没什么两样。我在这里不会炒研究进化心理学定义的冷饭。如果你们对这个领域感到好奇，可以读一读哈佛大学心理学教授史蒂文·平克撰写的《心智探奇》(*How the Mind Works*）一书，这本书涵盖了很多内容。但我仍然坚信，我们无法正确理解股票市场的原因在于，经过相当长时间的进化，人类的大脑得到了预设，而我们无法随意进行更改。因为我们不能把25 000年前的人拉到现在来检验一下，所以也没有人能证明我的观点是对还是错。但根据对已经得到或未得到证明的情况的研究，以及我认为合理的事实，我相信如果你仅仅用心理学的观点来解释我们看待股市的态度，你就会发现进化心理学和大脑预设理论是非常重要的。

人类的大脑已经具备稳定的结构，如果信息以容易被大脑接受的形式呈现给我们，我们就能很快并轻松地正确理解它们。但如果信息的形式对我们的大脑来说不容易接受，我们的大脑就会屏蔽它们。这是因为我们的大脑在进化过程中得到预设，只能在特定的区域存储特定的信息类型。市盈率和盈利率的例子可以证明这一点。本书的后面部分还会反复出现相关的例证。尽管行为金融学不是以进化心理学为基础的，但过去35年中人们在行为金融学领域探索到了大量与进化心理学类似的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为金融学

行为金融学是一个比较新的学科，它是金融学和人类行为心理学的交叉学科。这个学科的倡导者致力于扩展人们关于市场运作方式的认识，以及人类大脑面对市场和风险时如何运作的已有知识。直到最近，金融学领域的研究才更加关注投资工具，包括统计学、历史、金融理论和市场机制。X类股票是不是一定会比Y类股票获得更高或更低的收益呢？如何通过理论建立投资组合？怎样正确理解多样化投资？一类指数与另一类指数之间有什么区别？考察流动性的最佳方式是什么？要得到平均方差最优化方案，我们应该使用方差还是协方差？金融学研究涵盖很多方面，但最基本的还是有关机制、历史、统计学和金融理论方面的问题。

20世纪90年代的专业金融学教科书与70年代的没有什么差别。它们虽然也回答了有关新技术、规则和产品方面的问题，但重点关注的是投资工具。传统的金融学观点是从传统的经济学观点中产生的，认为人类的群体行为比较理性，带动市场高效或者至少半高效运作；个人的非理性行为则不会对市场产生影响。根据传统的观点，人们会看到群体中的不和谐因素，并及时将它隔离开来，保证它对市场不造成任何影响。

与之相反，行为金融学认为，反常的行为也就是可能被看作不和谐因素的个人标准行为其实是很常见的。非理性行为被视为一种潜在行为，投资者有时做出非理性的决策也是可以预见的。行为学者们正努力找出其中的原因。

我认为，如果人们接受进化论的观点，承认我们现在仍然受到石器时代祖先的影响，这个问题就容易解释了。没错，我们的头骨里面仍然装着一颗石器时代的大脑。投资者并不是理性的机器人，而是在做投资决策时会出现疯狂举动的血肉之躯。这种反常行为只是因为我们的大脑没有针对相关问题进行预设。从很久以前开始，我们的大脑就开始以帮助我们生存下来为第一要务。

如果我们能理解为什么人们会有某一种行为，就能更好地了解市场的运作方式，并根据我们对人类行为模式的掌握更好地做出投资决策。如果你对自己的大脑能有更好的了解，你就知道如何更好地控制自己，从而避免犯投资者经常犯的典型错误，降低自己出错的可能性。为了做到这一点，你需要问自己第三个问题。在参与市场活动之前，你要先问一下：我的大脑在做什么？为什么对我产生了误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导，模糊了我的视线，甚至导致我对形势的观察和感受都是错误并且落后的？毕竟，市场只不过是像石器时代的穴居野人一样的数百万人活动的场所。如果你能跳出这种束缚，能比别人更好地看清自己做决策的过程，就能克服野人的思维习惯，在市场这个“巨大的羞辱者”面前少被羞辱——这就是你的目的。

你的大脑受到局限并不是你的错。我们的思维都受偏见的束缚，导致我们做一些当时看起来非常合理，但实际上很愚蠢的事。第一个和第二个问题旨在帮助你建立一个总的框架，有助于你找到合适的投资机会。但如果你的大脑不配合，前两个问题没有任何意义。因此，你还需要思考第三个问题。

在某一方面，你是非常聪明的。如果信息的形式符合大脑的接受习惯，哪怕只有一点点，你的大脑就会是非常棒的信息处理器。但如果信息的形式不符合大脑的接受习惯，你就会直接忽略它。比如下面这样的文字：

> fi yuo cna raed tihs, yuo hvae a sgtrane mnid too. Cna yuo raed tihs?
>
> i cdnuolt blveiee taht I cluod aulaclty uesdnatnrd waht I was rdanieg. The phaonmneal pweor of the hmuan mnid! It dseno't mtaetr in waht oerdr the ltteres in a wrod are, the olny iproamtnt tihng is taht the frsit and lsat ltteer be in the rghit pclae. The rset can be a taotl mses and you can sitll raed it whotuit a pboerlm. Azanmig huh? yaeh and I awlyas tghuhot slpeling was ipmorantt!
>
> 如果你能读懂这段话，你的大脑结构也非同一般。
>
> 你能读得懂吗？我不敢相信，我居然真能明白这段话的意思。人类的大脑真是威力无穷啊！在一个单词中，重要的不是中间字母的顺序，而是第一个和最后一个字母的位置保持不变。哪怕中间字母的顺序一团糟，你仍然可以毫不费力地读出来。是不是很神奇？没错！我以前居然一直以为正确的拼写是很重要的！

几乎所有人都能理解上面这段话。这个例子很好地证明了，如果信息以一种合理的方式展现给你，你的大脑仍然可以接受它。这个例子还证明，信息甚至不需要以非常规范的方式呈现，你也可以毫不费力地接受它。但通常情况下，如果正确的信息以错误的方式呈现，你就完全无法感知它了。

之前我们举过的市盈率的例子就是一个很好的证明。你可能在市盈率问题上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纠结了很长时间了，却一直没弄明白。但如果把市盈率倒过来变成盈利率，也就是你所有业务的税后收益，那就容易多了。市盈率为 8 意味着盈利率为 12.5%，高于债券 6%的税前收益。你的大脑接受这个信息毫不费力，重点在于了解你的大脑在哪些问题上看得比较清楚，又在哪些问题上遮蔽了你的视线。

“巨大的羞辱者”

一切问题的根源仍然是市场这个“巨大的羞辱者”。

市场总是不遗余力地羞辱我们。在牛市达到顶峰的时期，人们的情绪往往极度高涨。这个时候投资者对股票的热情达到前所未有的高度，几乎所有可能购买股票的个人都已经购买了股票，因此股市除了下行没有其他的路可走。更糟糕的是，股市达到顶点后往往会迂回曲折地下降，而不会像市场回落一样突然发生。人们都在寻找牛市结束的信号，但始终都没有找到。有一句老话叫：“牛市是慢慢消亡的，不是突然垮掉的。”这个说法具有普适意义，但没人愿意接受它。从历史上来看，股市出现牛市的过程也不是突然发生的。关于熊市的最底部，道理也是一样，只不过形式不同而已。“巨大的羞辱者”蒙蔽了我们的眼睛。熊市触底往往很快，也很猛烈，很多人害怕得赶紧将手里的股票抛售。但就当那些在熊市底部入市的人由于心力交瘁而将股票脱手之时，股市又开始大幅上涨，大多数人只好守着一个烂摊子目瞪口呆。专家们会说：“这只不过是熊市的一次调整。”（我在 2011 年撰写的《市场不会忘记》一书中提到过，媒体往往不相信新的牛市会到来，哪怕牛市已经出现了好几年。）专家们有一个属于自己的小圈子，他们在牛市达到顶峰的时候看跌股市行情（可能在 3 年内都坚持这个观点），等股市真的下跌时接受人们的赞赏，并在熊市触底时继续唱衰市场。由于多年来人们一直听信他们的话，与下跌的行情做斗争，所以没人发现他们的漏洞。市场有强大的能力，可以把你吞下、嚼碎，再把骨头吐出来。

不要以为市场这个“巨大的羞辱者”只会在波峰和波谷之间简单地移动就能让你不知所措。在牛市或熊市的正常区间内，市场可能经历多次调整，也就是背离长期走势，幅度可达 10%~20%。在 1998 年的市场调整期间（第 2 章讲到过），美国股市在短短 6 周内（从 7 月 17 日到 8 月 31 日）下跌了近 20%。这足以引起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐慌了。尽管这个幅度的市场调整在牛市当中经常发生，但人们下次遇到的时候还是没有印象，或者辨别不出来。股市的自动调整导致投资者在市场开始回升、股价上涨之前匆忙放弃手中持有的股票。1998 年的情况就是一个例子。到了第三季度末，当年的市场收益刚刚能弥补损失，而到了年底收益率就达到了 28.6%。市场调整迅速结束了，这就是“羞辱者”的速度。

市场不需要经历真正的大调整就能让自以为理性和聪明的投资者感到恐惧。即使是专业的投资者，经过一段时间的培训，知道如何应对市场的小规模变动，也仍然担心市场连续几周下降几个百分点会导致熊市的出现、经济衰退、大灾难，甚至帕丽斯 · 希尔顿这个拜金女被提名为联邦储备委员会的成员。我告诉你，这些都不会发生。市场把股市下降几个百分点这种现象称为“星期二”。

打破石器时代遗留的思维定式——骄傲与悔意

承认自己的错误是打破思维定式的第一步。但要想看清自己是否存在问题，你需要思考第三个问题：我的大脑在怎样误导我？大脑对自身行为有什么影响？你可以得到好几个答案。一些人会认为主要是因为受到了配偶、母亲或者心理学家的影响。对我们来说，唯一相关的因素是市场行为。很多错误的投资决定都归因于认知性错误，本书中将对最常见的认知性错误进行具体阐述。

看啊，我杀死了这么大一只野兽！

我们在第 1 章中提到过，行为学家的研究证明，正常的美国人（假设你也是一个正常人）对损失的抵触比他们对收益的热爱要多出一倍半。人们获得 25%的收益的喜悦所带来的情绪波动相当于遭受 10%的损失时的痛苦感受。换个说法，如果你在一个地方赚了 10%，在另一个地方亏了 10%，那你会感觉自己总体上赔了。因此，人们往往会付出更多的努力去避免遭受损失，而不是获得收益。这就是投资领域常说的“损失厌恶”，有时也被称作“短视的损失厌恶”（myopic loss aversion），这凸显了人们的短视，以及面对短期市场变动的过度反应。这也解释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了投资者为什么会犯错。从本质上来看，短视的损失厌恶与它导致的错误结果是两种不同的事物：一种是**骄傲**，另一种是**悔意**。

在石器时代，人类的大脑学到了“积累骄傲”和“避开悔意”的本领，这两个本领都与生存有关。假设两个猎人在太阳落山之前同时回到营地，他们一个肩上扛着一只羊，另一个两手空空，一无所获。

肩上扛着猎物的猎人可以说是凯旋了，整个营地的人都为他兴奋。整个晚上，他都在向部落的人们讲述他是怎样灵活巧妙地逮到了这么大一只猎物的。他会炫耀自己在制作长矛方面的技能多么娴熟，以及制作出来的长矛有多么锋利。他还会谈到他是怎样通过地上难以察觉的记号找到正在吃草的羊的。接下来他会非常具体地描述他如何身手敏捷地将手中的矛投向那只羊，使之当场毙命。这就是一个积累“骄傲”的例子。这使他自我感觉非常好，激励他一次又一次地出去打猎，让他反复体会那种骄傲的荣誉感。这对整个部落来说也是好事，因为其他人需要这个年轻人出去狩猎，这样不仅能给他们提供高热量、高蛋白质的食物，也有利于将好的基因一代代传承下去，并淘汰掉比较弱的基因。

另一个没有带猎物回来的年轻猎人就没什么好吹嘘的了。他会说，没有扛猎物回来不是他的错。他也熟练掌握了制造长矛的技巧，在打猎方面也非常有经验。但今天在他瞄准目标之前，一道闪电把所有的羊都吓跑了。或者说有人之前借用了他的长矛，所以长矛没有那么锋利了。或者说有只狮子在他打猎的区域内出现了，或者埋怨当时的风向不对……他会编造出很多看上去比较合理的借口，这样他第二天才有动力起床，再次出去打猎。这是一个避开“悔意”的例子。只有这样做，他的同伴才会允许他第二天继续出去打猎。他们对他的借口信以为真，激励他一而再、再而三地尝试。整个部落也需要他不断地出去打猎，没准儿他那天只是运气不好呢。就算他是一个很差的猎手，他也总能碰上一只受伤了倒在路边的动物。也许第二天他就能撞见一只刚被野狗咬死的羊。不管怎样，只要同伴有需要，他出去打猎就是有意义的。

在成功时积累骄傲，在失利时避开悔意，这两种行为都可以激励猎人不断地努力，对整个部落来说也都有好处。部落的生存依赖于猎人是否有意愿不断去打猎。成功的猎人会坚持打猎，不成功的猎人也会再次扛着长矛出门。

很多人认为，激励投资者的因素正是他们自身的贪婪和恐惧。行为学家则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不赞同。在他们看来，驱动投资者和整个市场的不是贪婪和恐惧，而是人类自发的积累骄傲和避开悔意的行为，只不过这两种行为表现出来的是贪婪和恐惧而已。

骄傲是一种将成功与技巧和不断重复联系起来的思维过程。凯旋的猎人认为自己靠的不是运气，他相信自己有能力，更重要的是他能反复运用这种能力。在写作本书的过程中，我也积累了一些骄傲，为我这么多年的工作经历感到骄傲，不愿相信长久以来我投掷硬币都是正面靠的是运气。谁会愿意相信这一点呢？人们会自然而然地认为，成功依靠的是技巧和不断重复，而不是运气。

试着想想，如果你买了一只上涨的股票，你会怎么做。也许它上涨的幅度非常高。你有没有激动得手舞足蹈？你有没有用某种方式祝贺自己？你有没有向同事、配偶和岳父炫耀？更重要的是，你是否认为自己下一次还会获得同样的成绩？“这只股票是我买的。它涨了不少。我真聪明。还想不想看我再做一次？”这个态度跟前面讲到的打猎成功的猎人一样。

而悔意是拒绝为失败承担责任的思维过程，即把失败归咎于运气不好，或者周围环境对自己不利，而不是自身条件不足。没有抓到羊的猎人并非不合格，他只是个倒霉蛋，是恶劣环境的一个牺牲品。下一次他肯定能带猎物回去。你会想“我买入的股票下跌了，是股票经纪人推荐我买的，都怪他”或者“我买的这只股票下跌了，这家公司的CEO就是个骗子”。你可以找很多借口，概括起来就是运气不好，或者别人的错误建议让自己遭了殃。“要不是我老婆那天跟我唠叨了一早上，我才不会买这只股票呢。”不管怎样，你肯定不会这样想：“我买入的股票下跌了。我不知道应该怎样操作才能获利，所以我最好还是别干了。”你也不会去想：“我要好好培养自己的技能，下一次肯定能表现得更好。”

如果猎人们没有积累骄傲或者避开悔意，他们肯定会因为失败感到沮丧。他们会放弃打猎，认为只有傻瓜才会这么做。在他们的大脑中，这种想法逐渐加强，最终形成固定的基因遗传给下一代。这是一个激励工具。如果一个猎人因为懊悔而不安，甚至消沉，他的后代就会因饥饿而死亡，这不利于人类这个物种的繁衍。积累骄傲和避开悔意是我们的祖先生存下来的基本条件。在他们生活的年代，这样做很必要，到现在也是，都有助于激励我们不断努力。

但在当今社会，这两种行为会导致人们在投资的过程中犯错。假设比尔持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一只股票上涨了40%。他很聪明地选择了这一只股票，并且相信自己还能再次做出同样精明的决策，他开始积累骄傲了。

但很快这只股票就下跌了10%。由于他对损失的感受比对盈利的感受多出一倍半左右，他没有意识到他仍然能获得26%的收益。这次突然的下跌给他带来了痛苦，这是他想避免的，所以他开始避免感到后悔。他认为股票下跌10%只能说明他的运气不佳，因为以往的经历给他带来的自豪感让他相信，自己能够也将会再次获得成功。他开始考虑在合适的时候将股票卖掉。经过研究，他断定这只股票会继续下跌。他已经忽略了投资的长期目标，只关注短期内的得失，努力将潜在的短期损失最小化。于是他卖掉了股票，保全了自己的面子，以便日后继续投资。但这只股票偏偏开始大涨，收益达到了新的高度。这时他又选择忽略这个现实，因为直面它会让自己非常痛苦，而忽略它则可以很好地避开悔意。

悔意导致比尔通过采取行动，就是在低点卖出股票，来避免遭受痛苦。骄傲妨碍了他正确地思考自己的行为，所以他注定会重复犯同样的错误。损失厌恶导致投资者贵买贱卖，因此这不是一个好的策略。

掷出长矛——过度自信的表现

另一个从石器时代沿袭至今，导致投资者犯错误的思维特点是**过度自信**。最近几十年人们得出了一个教训：投资者往往过于自信。他们认为自己的技能比实际掌握的要娴熟，就像75%的司机都认为自己的驾驶技术高于平均水平一样。过度自信的直接原因是人们长时间地积累骄傲和避开悔意。如果石器时代的猎人们没有过度自信的话，他们就不会妄想仅仅用小木棍和石块就能捉住一只体形庞大的野兽。他们必须捕获这些野兽，不然就该饿肚子了（或者变成素食主义者，不过这与饿肚子没什么两样）。

对于远古时期的狩猎者和食物采集者来说，生命是短暂的，食物也是有限的。想想有关肯纳威克人的考古学发现。9 000 年以前，这个人种生活在现在的华盛顿州一带。科学家在被发现的肯纳威克人遗骨的臀部发现了一个矛尖。这并不是致命的一击，伤口已经复原了。他的头部也有几块已经愈合了的断裂的骨头，还有其他的伤痕。对于这个生活在公元前7000年的肯纳威克人和他的同伴来说，生活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异常艰难。但他们冒着巨大风险采取的行动是值得的，捕获一只体形庞大的动物足够整个部落吃一个月。我们固有的生存本能激励我们接受风险，即面对非常恶劣的形势，我们往往会选择迎难而上，而不是知难而退。

从本质上来讲，投资者自认为他们真正知道的比实际上掌握的还多，或者过高地估计了自身的专业水平，所以他们是过度自信的。仅仅通过浏览《华尔街日报》和网上各种财经新闻和博客并不能让你成为投资方面的专家。然而很多有智慧的人都以为，仅凭订阅媒体新闻就足以保证他们成功地从投资中获益了。投资不是件容易的事。有非常多受过高等教育、经验丰富的专业人士会犯和新手一样愚蠢的错误，但这并不会降低你不动脑子就投身股市的危险性。

别误会我的意思。我不是叫你从事投资理论的研究，或者雇用一名专业的投资者。恰恰相反！（记住，要想在投资方面取得成功，你要做的就是掌握一些其他人不知道的信息，本书的三个问题可以帮你做到。）但你还是应该注意避免过度自信，因为它会导致你犯一些和别人一样的严重错误。

例如，过度自信导致投资者购买IPO股票（这种股票很可能定价过高）、微型股（micro-caps）、对冲基金以及其他波动性较高或者缺乏流动性的股票，却看不到或者低估了它们的风险。回想一下，你以前是不是经常听到专家、朋友或者你的经纪人把一个投资机会称作“下一个微软”。也许他们是对的！但你自己计算一下，看看有多少企业支撑下来了，又有多少能有那么好的发展，最终成了热门股。

过度自信会导致你抓住一只股票不放，期待它某一天会反弹，即使大量的证据都证明这一天不会到来。如果你投入了所有的资本，以每股130美元的价格购买了一只股票，当它降到每股1.5美元时，你坚持对你的妻子说，这家公司前景很好，股票有一天还会涨回来的，那你就是在掩饰自己的悔意，表现出过度自信了。

行为学家发现，投资者有个普遍的做法，就是一直持有某只下跌的股票不放，期望它能上涨，以弥补之前的损失。这些投资者拒绝接受损失，最后不得不咽下失败的苦果。人们倾向于认为自己没犯错误，拒绝在亏损时放手，这是人类的天性。毫无疑问，在股价继续下跌时卖掉股票无疑是失败者的行为。但有时你必须承认自己的决定是错误的，你应该把钱投在更有价值的地方。

图3–2显示了在1980年能源行业领跌的熊市中，该板块一些知名企业的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

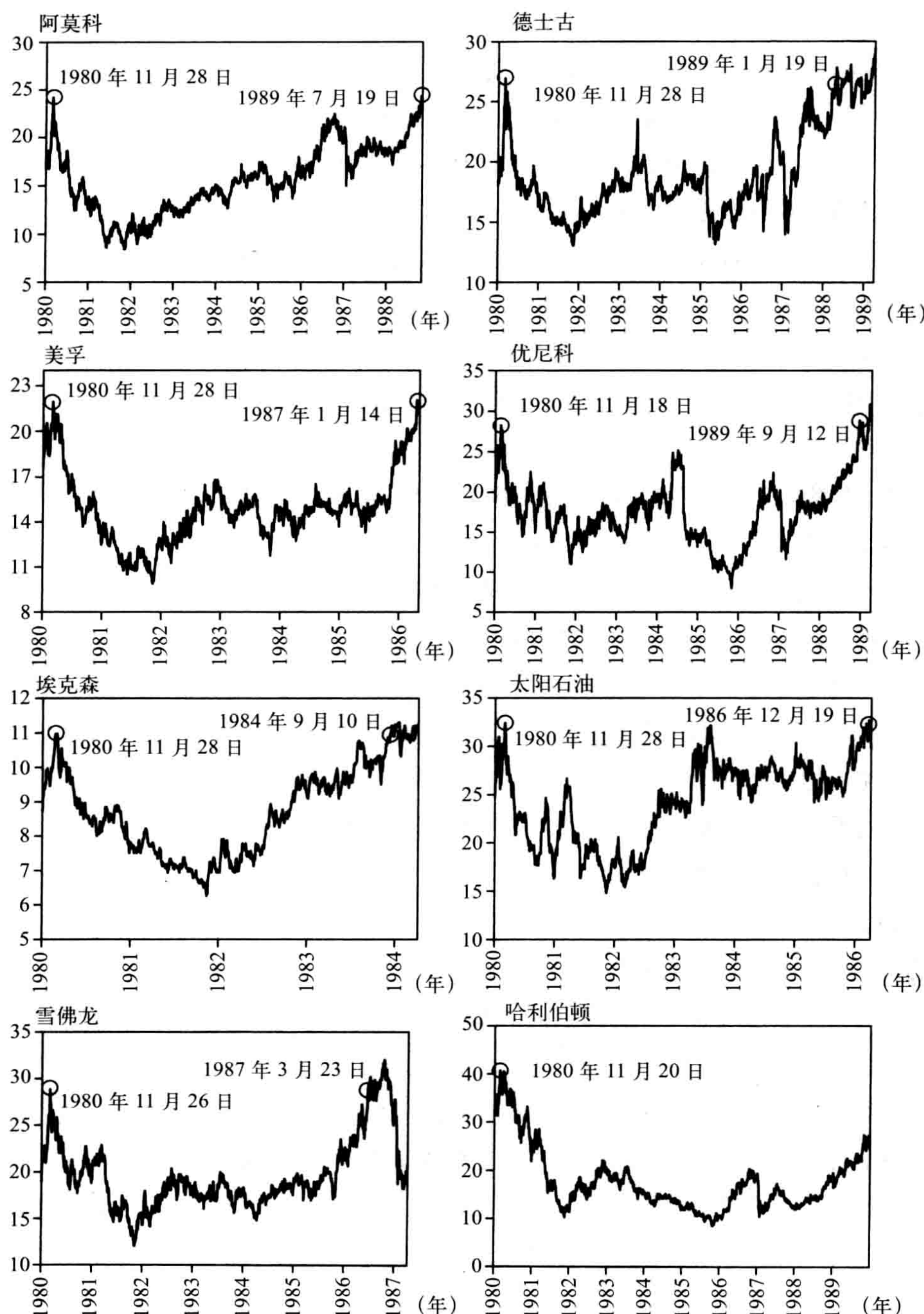


图 3–2　不要期望太高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩。从图上看，这些企业当时的业绩都不佳。过了若干年，有时甚至十几年，这些企业的股价才恢复到正常水平。1980 年以后，长期持有这些股票的机会成本很高。如图 3–3 所示，在接下来的 5~10 年中，标准普尔 500 指数远远超过了深陷困境的能源企业。你可以试着分析一下科技企业泡沫破灭以后该板块代表企业的情况，你会得出相同的结果。再过几年，到了 2007~2009 年金融企业领跌的熊市，你也会发现同样的情况。股票的涨跌不会遵循固定的时间安排，因此你也不应对此有所期待。

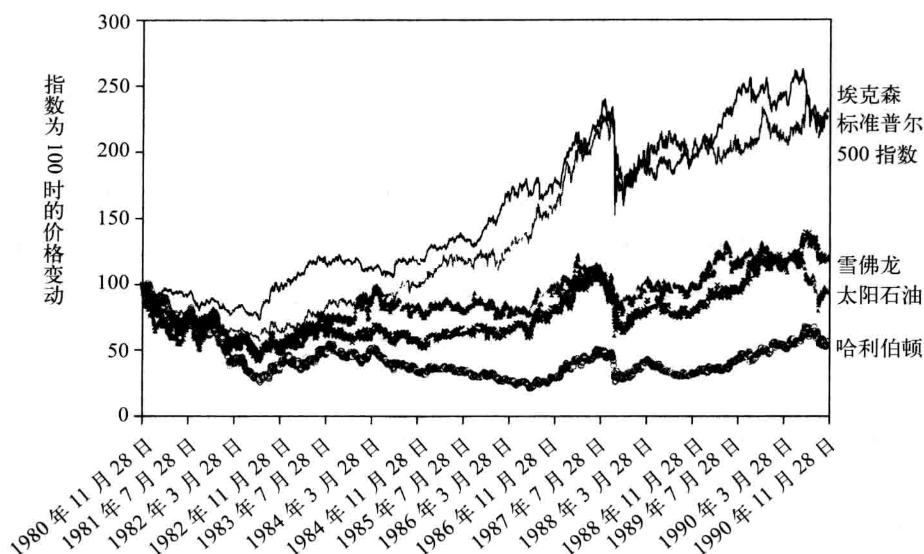


图 3–3 坚持持有股票的机会成本

过度自信的人往往只持有很少的几只股票。你可能只参与了 401（k）计划[①]或公司股票购买计划，只购买自己公司的股票。很多投资者都这么做。但你用于购买本公司股票（或类似股票）的钱是否超过了总投资的 5%？如果是的话，说

① 美国的 401（k）计划是一种由雇员、雇主共同缴费建立的完全基金式的养老保险制度，企业为员工设立专门的 401（k）账户，员工每月从其工资中拿出一定比例的资金存入养老金账户，企业也按一定的比例往这一账户存入相应资金。与此同时，企业向员工提供三四种不同的证券组合投资计划，员工可任选一种进行投资。员工退休时，可以选择一次性领取、分期领取或转为存款。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明你过于自信了，除非你知道一些别人不知道的内幕消息。很多这样做的人在掌握信息方面并没有什么优势。没有任何一家公司会承诺它的股票不贬值，不管它的发展速度有多快，或者各方面条件有多健全。投资者仅仅因为有的股票在他们注意到的时候表现不错，或者某一只股票"涨势喜人"就把自己的钱全都投进去。他们忘了，这些股票也有下跌的时候。他们会说："我**了解**这家公司，持有它的股票我感到踏实。"你也许是一名业绩非常突出的员工，但不管你的表现如何，你的东家仍然免不了受市场下跌的影响。

安然公司的悲剧

还记得休斯敦一家叫"安然"的公司吗？这家公司被卷入一起很大的诈骗丑闻，股票价值瞬间蒸发，公司破产，几乎所有的员工突然之间都失业了。

安然由于自身的原因导致的迅速破产令人瞠目结舌，最严重的后果是大多数员工发现自己毕生的积蓄突然间都蒸发了，因为他们的401（k）计划全部或大部分都在这家公司。得克萨斯州那些勤勤恳恳、诚实可靠、生活节俭的人们还在想："我了解这家公司。"但几乎一夜之间，这些可怜人退休后的全部积蓄都凭空消失了。

安然公司真正的悲剧不在于导致这么多的人瞬间破产，而是这起事件本来是可以预防的。不管身居领导层的肯·雷、安德鲁·法斯托和杰夫·斯基林当时有多么邪恶的目的，对每位员工来说，将所有的钱投到一只股票上都是非常不明智的行为。

如果安然的员工遵循了我的"拇指规则"[①]，在每一只股票上的投资都不超过总资产的5%，那么安然公司经历的就不会是一场灾难，而只是一次小小的失误。没错，那样的话，员工可能就被公司炒掉了。没错，他们可能就会在一个更差的环境中求职，与从简历上看差不多的前同事争同一份工作了。没错，他们就会损失一些钱。但只要他的401（k）计划和股票净值没受到什么影响，所有的一切都不会像他们的现实经历那样令他们蒙羞。一只股票的崩盘让总资产遭受一点儿损失总比让所有资产都消失了要好。

① 拇指规则又叫经验规则，是一种可用于多种情况的简单的、经验性的、探索性的但不是很准确的原则。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然的确用员工的401（k）现金购买了本公司的股票，但员工在本公司股票上继续投资还有别的原因，过度自信就算一个。但肯·雷和杰夫·斯基林都不是因为过度自信，这么多年过去了，他们已经受到了应有的惩罚。

不管安然的管理层有多么罪孽深重，他们毕竟没有拿枪抵在任何人头上，逼迫他们不许把退休金投资于其他的股票。安然的员工们，那些将所有的钱都投在一只股票上的人，他们自身的过度自信是导致全部（或大部分）资产消失的主要原因。听上去很残酷，但现实有时候就是会让人感到痛苦的。他们必须接受教训。

看吧！我告诉过你了——证实偏差

为了证明自己的理论和观点的正确性，我们人类会有意识地寻找有利的证据，而忽略掉那些与我们的偏见产生冲突的事实，这是人之常情。两位持有不同偏见的投资者面对同样的数据会得出完全相反的结论，而且都认为那些数据能够支持自己的观点，而不是对方的观点。这种情况我见过很多。除此之外，几乎没有一位投资者会运用简单的统计学公式证明自己是正确的。每个人都有自己的偏见，而且过于自信，所以他们不会验证自己的观点。干吗要用关联系数呢？对他们来说，那是给别人用的。

他们还会用另一种方法来支持自己的观点，那就是援引一位所有人都信服的专家曾经说过的话，利用他的威信说服自己着手实践已有的想法。不管一个人的想法有多愚蠢，我敢说他总能找到一个看似可靠的权威支持自己疯狂的想法。

我们怎么会变成这样呢？再回过头来想想石器时代的猎人们。每一位猎人都可能对一个特定的区域感兴趣。也许一位猎人在北边的羚羊沟打到了第一只猎物，于是他将羚羊沟视为打猎的理想之地。每次他在那里捕到一只羚羊，他的这种感觉就会增加一分。“没错，就是这里了。”他心里想。但如果他在羚羊沟一无所获，他就会安慰自己说，人不可能每次都如愿。经过若干次的打猎，他更加确信自己不会每次都有收获，总有两手空空回家的时候。但总体来看（这只是他自己的想法），在所有可供长期打猎的目标区域里，羚羊沟仍然是最理想的。如果他没有去过其他的区域，他就永远无法对自己的偏见提出异议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一位猎人也许相信南部的羚羊谷是最佳的打猎地区。两位猎人每天都出去打猎，分别记下自己捕获到猎物的次数。他们两个都有可能在连续几天的打猎活动中有所斩获，或者什么也没有得到，但都坚定地相信自己的地盘是最好的。然而，他们都不会用统计数字去证明自己的区域从长期来看是否具有优势。（石器时代的人们不懂统计学，这也解释了为什么现代人天生不会用统计学处理问题。）因此他们都不会验证自己的理论是否正确，也不会发现自己的观点是错误的并且放弃它。这样做只会给人带来痛苦。

虽然经过了长期的进化，但人类的进步并没有你想象中那么多。回忆一下，在第 1 章中我们举过一个例子，证明人们对高市盈率的迷信导致股票的下跌。一个非常没有根据的错误观点居然成了人们普遍接受的信仰！这个例子也证明了行为学家所说的**证实偏差**，即人们有意识地寻找证据支撑已有观点，并忽略或者拒绝接受与之冲突的事实。相信有关高市盈率迷思的人们都能迅速给出数据来支持他们的理论，但往往对相反的证据视而不见。

从异教徒最开始出现的时期开始，证实偏差在人类的内心深处就自然而然地与宗教的观点联系在了一起，最近的异教信仰是流行的当代环境保护主义，保护环境的想法在其追随者的脑海中根深蒂固，但没什么科学依据。（我在这里不是要反对环保，也不是要证明环保人士的观点不具有科学性。我想说明的是，很多人只能看到对自己有利的观点，而完全忽略了与他们的主张相反但又非常合理的因素——因为这是他们的**信仰**。当然，对自然的崇敬是我们最古老的**信仰**之一。）

证实偏差使很多迷思得以流传。这是人的一种天性，是很自然的东西。但在市场中，这种自然的本性会对我们造成伤害。证实偏差让人们自我感觉良好，让我们自以为很聪明（又回到了过度自信的问题）。我们喜欢认为自己很聪明，但每一位医生都会告诉你，让你自我感觉良好的东西不一定真的对自己有好处。

证实偏差很好地解释了“首月定全年”这个迷思为什么长盛不衰。在每一年的年初，如果股市行情不好，收益率曲线呈下行趋势，专家们会唱衰整年的行情。他们的一些特别狂热的追随者还会进一步鼓吹“首周定首月，首月定全年”的观点。结果，当 1 月份行情真的下跌时，全世界都开始紧张。对于电视新闻节目的编辑来说，这件事有较高的新闻价值，也能如他们期待的那样可以造成人群的恐慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一年中的第一个月和全年的收益都为负，那追随者们仿佛就得到了鼓励，反之亦然。但倡导这个迷思的人似乎更喜欢看到股市下跌。例如，在 2006 年 1 月，股市呈现出非常乐观的发展态势，你却很难看到有关其影响的媒体报道。谷歌搜索结果显示，很多机构反而都在宣传 2005 年 1 月股市下跌的可怕影响。顺便说一下，MSCI 世界指数显示，2005 年股市收益整体上涨了 9.5%。这些追随者都忽略了这个事实。

有多少宣扬“首月定全年”的专家到了 12 月发现自己判断失误时会向公众致歉？我从来都没见过。他们也没必要这样做。如果全年的形势与 1 月份的不相同，例如 2005 和 2009 年，投资者就会进行**理论重塑**。但这不是每年都能起作用。事实上，你需要关注股市长期的发展情况，例如 5 年、7 年、10 年或 23 年的情况，或者看看专家们退休以后的股市形势如何。目前，那些认为“首月定全年”的人们拒绝接受与他们的观点相冲突的证据，坚持自己的偏见，并通过强制提出新的时间标准重塑自己的理论。

理论重塑是证实偏差的一个重要的副产品。行为学家将理论框架视为我们理解信息的能力的基础。如果一个东西的结构是我们可以接受的，那我们就能清楚地看明白，正如前面所举的将单词字母顺序打乱的例子，你仍然能看懂。但如果它的结构我们不太能接受，那我们就没法看明白了。你应该不会对此感到惊讶。几乎没有人会停下来思考这个问题：“在前面的‘首月定全年’的例子中，我们为什么不把 1 月换成 6 月，或者其他的月份呢？我们之前都在研究美国市场，现在换个与美国情况差不多的国家再分析一下，比如英国。”我可以向你保证，只有非常奇怪的人才会这样思考问题，而且即使他们这样做了，也只能从一堆数据中发现一个真相：在美国，1 月份的情况决定了全年的股市形势。

我们几乎每年都要听一次“首月定全年”的警告，但这改变不了这个观点毫无依据的事实。任何能上网、会用 Excel 电子表格的人都可以证明这一点。表 3–1 显示了 1 月份在预测全年收益方面的效果。

表 3–1 提供了 1926 年以来的平均数据，并列出了 4 种可能的结果：美国股市在 1 月份和全年都上涨；1 月份下跌，全年上涨；1 月份上涨，全年下跌；1 月份和全年都下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3–1　首月不能定全年

标准普尔 500 指数		1 月份					
		涨		跌		总计	
全年	涨	45	(53%)	16	(19%)	61	(72%)
	跌	8	(9%)	16	(19%)	24	(28%)
	总计	53	(63.1%)	32	(38%)		

资料来源：全球金融数据公司，标准普尔 500 总收益指数，1925 年 12 月 31 日 ~2010 年 12 月 31 日期间的数据

首先，不管 1 月份情况如何，从全年来看，收益率曲线上升的比例达 72%。这个事实似乎让人难以接受。注意，1 月份和全年收益率曲线斜率都为正的比例高达 53%，这是最常见的情况。这是否可以证明“首月定全年”呢？很难说。它只能证明历史上股票上涨的时候多于下跌的时候。最少见的情况就是 1 月份股票上涨，而全年下跌，这个比例只占所有年份的 9%。但在 1 月份股票下跌的前提下，全年行情上涨或下跌的概率是相等的，说明 1 月份的情况没有任何指导意义。如果有人坚持“首月定全年”这个迷思，那说明他的大脑受到了证实偏差的影响而无法正常运行。

踩着别人的脚印——行为模式的识别与重复

我们的祖先，那些聪明的猎手、食物采集者以及他们的同族，学会了识别重复性行为带来的好处。他们会注意别人的哪些行为能带来好的效果，自己也会照着做，并得到了更好的结果。比如，他们会说：“这个武器在打猎方面很管用，我以后就用它了。”“我沿着这个标记走的话永远也不会迷路，以后我就走这个路线了。”“别人吃了这个梅子还活着，那我也可以吃了。”行为模式的识别与重复是安全而理性的做法。谁愿意冒险吃到有毒的梅子呢？

就像远古时代的野人一样，很多投资者仍然会制定有约束力的规则并遵循它们，而不是根据每一种具体情况制定对策。“绘图”的方法因此流行了起来，人们通过大量画图来寻找固定的规律。围绕着“顺势投资”和“技术分析”，人们绘制的某些走势图就像家庭手工作坊出产的东西，如杯子－杯柄图、碟形底图、头肩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形图、“呆滞图”（好吧，最后这个是我自己编的），人们认为这可以用来预测股票的未来走向。

任何人都能看到一只股票**过去**的走势。我们需要知道的是它**未来**的发展潜力，但没人能预测出来。尽管很多人会给你提供建议，不过各种图表都只能代表一些偶然的情况，而无法证明股票下一步会怎么走。从来都没有。统计学家都认为股票“没有序列相关性”，意思是如果一只股票在朝某一个方向走，它下一步继续朝这个方向走或者掉转方向的概率分别占50%。如果你用一张图来告诉我某一个模式会导致出人意料的结果，那我会用很多张图来向你证明同样的模式不会说明任何问题。股票价格模式本身没有预测未来的功能，但人们仍然会根据它来研究股价的未来走向。

我们把金融领域的实践行为当作一项技能（使用现成的技术和有待商榷的指数），而不是结合最新的形势进行创新，或者研究建立新的资本市场技术。我们热爱固定的模式，总是抓住已经过时的、毫无用处的方法不放。这些方法看起来没有害处，给人们以安全感，让他们放心。投资者对各种模式的预测功能抱有敬畏之心，这些模式包括市盈率曲线、高市盈率、移动平均线、CPI、财政赤字等。我们很少问问自己：“我的大脑在想什么，怎么会让我的想法和行为如此滞后？”如果的确存在一个指数（或者一些指数）能可靠地预测市场的未来形势，并为每个人所知所用，那么所有人毫无疑问都会变得非常富有。但这样的指数并不存在，造成市场变动的因素没有人知道，所以我们必须摆脱偏见，不再走别人的老路。

后见之明偏误与序列偏好

后见之明偏误是我们试图踩着别人脚印前行的一个结果，是一种我们夸大自己的先见之明、忽略了已犯过错误的倾向。“后见之明偏误”这个概念是行为学家创造的，它没有给运气留一点儿余地。投资者往往自欺欺人地认为自己掌握某种特殊的能力或知识，因此得到很好的结果。他们的后见之明堪称典型。

如果一位投资者表示自己在2000年1月份购买奥驰亚集团股票的时候就知道这是一只潜力股（之后的6年中涨幅高达352%），这就是他的后见之明。全球股市疯涨带动了这只股票的快速升值。他确实很聪明，但他把所有的收获都归功于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己超常的智力水平。他忘了告诉别人，他还以108美元的价格购买了雅虎公司的股票，而在两年以后它跌到4美元的时候把它卖掉了。过分地积累骄傲和避开悔意往往与这种后见之明同时出现。（所有的偏见都是同时起作用的，而且没有一种偏见能让你做出正确的决定。）

后见之明偏误还让我们错误地以为，之前的种种模式还会继续发挥作用：涨势好的股票依然会是人们关注的焦点，业绩不佳的股票永远鲜有人问津。那走势持平的股票会怎么样呢？它当然永远不会有任何变化了！后见之明最简单的形式就是把过去的成功套用到将来。这样做很容易，而且没人会提出反对意见。

序列偏好是我们预测和收集信息的一种本能表现。举个例子，很多投资者都希望投资组合里的每一只股票都能获得很好的收益。如果他们都选择了一个基准（你也应该定一个基准，可以根据标准普尔500指数或者另一个覆盖板块很广的指数管理你的投资组合，并定期将投资组合与这个指数进行比较），就会期待自己的每一只股票都能超过这个基准。有这样的想法很正常，但这不可能实现。注意，不管你选择怎样的基准，不同股票的收益永远不一样。如果你希望自己的所有股票收益一致，那就意味着你的投资组合不具备与基准相似的多样性。因此，即使你所有的股票表现同样出色，唯一的可能性就是你在很大程度上偏离了自己的基准，而且运气好得出奇，不过这是暂时的。

简单地说，假如一位投资者持有60只股票（如果你的投资遍布全球，60只股票也不算多），序列偏好导致他希望每一只股票和整个投资组合都能上涨。但他忘记了一点：在金融领域，重要的是整个投资组合表现如何，这才是会对你的投资净值产生影响的因素。

投资者们吹嘘自己的一只股票涨了800%时，不会想到看看整个投资组合的表现如何，这就是序列偏好在作祟。在评估业绩时，整体要比部分更为重要。但大多数投资者经常把这个概念抛到了脑后。

假设一个投资组合里共有两只股票，价值都是1万美元。一只上涨了25%，另一只下跌了15%。我们大脑中保守的想法会告诉我们对下跌的那只股票感到懊恼。但标准的金融学理论告诉我们，不要对部分产生遗憾，整体的投资组合表现还是不错的。金融学理论没有错。一只股票的变动不能代表未来的发展趋势，我们也不能根据它来做决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换个方式思考这个问题，不妨假设你拥有一个标准普尔指数基金，它在某一年的业绩很好，比如在1997年它上涨了33%。你肯定感觉不错，是吧？现在假设你手中的指数基金变成了500只股票。对你来说，持有500只股票肯定太多了，不过在这里为了说明问题，我们暂且这样假设。

在这500只股票中，有一些分别下跌了40%、50%和60%。现在你觉得投资组合的成绩如何？你应该觉得它跟之前的指数基金表现一样好，因为这500只股票都是指数中的股票，权重没有变。即使有几只股票下跌了50%也没关系，仍然有几只股票的上涨幅度超过了150%。总体来看，投资组合上涨了33%，这才是重要的。序列偏好导致人们把关注点放在单独的一只股票上，从而无法看到真正重要的方面。

“羞辱者”最常用的手段

如果我们比其他的投资者进化到了更高的层次，市场这个毫不手下留情的“羞辱者”就会变得比较客气，或者可以称为“和蔼的、温柔的、善良的术士”。但我们的大脑已经得到了预设，由于心理原因，我们往往一次又一次地犯同样的错误，因此我们会反复遭到市场的羞辱。不幸的是，正如我之前已经说过的，我们所有的偏见并不是独立发挥作用的，而是会同时对我们产生影响，让我们做出一些看似理性实则愚蠢的投资决定，还始终坚持这些决定。当你犯错时，你的大脑不会给你指出来，因为它不认为你所犯的认知性错误是愚蠢的。它只会提醒你，你的投资“没有什么回报”。于是你需要找个借口来推脱责任，这时你就开始避免出现后悔的情绪。

你拥有的唯一武器就是这第三个问题，因此每次在做投资决策之前，先问问自己：这一次我的大脑又是怎样引导我误入歧途的呢？你的决策看上去越理性，你就越需要这样问自己。我已经用了好几个例子向你证明了你的大脑是如何背离你的意愿的，本书后面还会举更多的例子。你可以把这些例子列一个清单，放在自己的书桌上或床边，经常读一读。但你在做每个决策之前仍然要记得问问自己：我的大脑现在是不是蒙蔽了我？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我提供一个假设的（现实中非常有可能发生的）投资场景，假设投资者叫吉姆，看看你是不是做过类似的决策。

假如在过去3年中，吉姆的投资组合整体上涨了50%。如果之前的几年都是牛市，那这个结果是很有可能出现的。随后，市场开始回落，对他的投资组合造成了冲击，几个月之内收益就下跌了18%。在牛市中，市场回落是很常见的现象，每一两年就会出现一次，历史上出现得很频繁。吉姆预料到了这个结果，他知道市场的波动性很强，会瞬间下降10%~20%，但之后会继续走高。他知道自己有长期的投资计划，市场短期内的变动并不重要。即使是这样，当市场回落时，他仍然感觉很糟糕，非常糟糕！

首先，短视的损失厌恶。18%的损失让他感觉像损失了45%一样。他在短期内损失了18%的痛苦所带来的情绪波动相当于过去几年的收益给他带来的喜悦感。（这两个时间段都属于损失厌恶的短视范围。尽管我们的目标是长期收益，但我们往往会更计较短期得失。）吉姆开始琢磨采取何种措施来消除这种（因自己短视造成的）痛苦。如果他思考了第三个问题，他也许可以及时阻止投资组合的进一步下跌；他就会发现自己短视的损失厌恶企图让自己在错误的时候，也就是在市场很可能只是暂时回落的时候把股票卖掉。但很可惜，吉姆没有读过我的书，而石器时代的思维模式占据了上风。

其次，序列偏好。他发现有几只股票在下跌，而且跌得很厉害。他没有看到，即使在市场回落期间，投资组合仍然整体上涨了20%以上。他的注意力都放在那几只跌幅超过40%的股票上了，其中一只XYZ甚至下跌了65%。于是他开始想，如果当初没有购买这只股票，他的生活会好得多。在牌桌上闲谈时，牌友说这只股票还会继续下跌，这让他更加难受了。他的投资组合中有几只股票涨幅都超过了80%，那几只股票好多了，他为什么偏偏又买了这么一只烂股票呢？居然降了65%！为什么当时没多买几只能涨80%的股票呢？

再次，避开悔意。他认为自己当初就不应该把这么重要的决定交给经纪人去做。如果他多花点儿心思，现在结果会好得多。

接下来，证实偏差和进一步避开悔意。他自己选择的一只股票短时间内上涨了50%。至少购买XYZ不是他的错。如果他自己独立做决策，他是不会买入一只下跌65%的股票的。经纪人是个蠢货，都是他的错！吉姆是个天才！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随后，后见之明偏误。经纪人选定了XYZ时，吉姆就**知道**这只股票没什么前途。吉姆本来想放弃这只股票，买入另一只现在已经涨了140%的股票，他知道自己本来会这样做。他只是没太花心思。他在这方面的直觉常常是对的，真应该凭着自己的直觉走。但现在为什么感觉这么糟呢？

另外，损失厌恶。如果吉姆不马上采取措施止损，他的妻子会以为他是蠢货，而不会责备经纪人。

还有，过度自信。不要再想那个笨蛋经纪人了。吉姆虽然没什么金融学或资本市场背景，他也一定能比经纪人做得更好。毕竟他已经从医学院毕业了，说明他很聪明。专业不同又怎么样呢？只要你很聪明，其他都无所谓。吉姆非常、非常、非常聪明。

吉姆拥有所有的偏见。他无法承受一只股票下跌18%的痛苦，更不能忍受XYZ这只烂股票下跌65%带来的屈辱。因此，在一段时间过后，或者在每一只股票的降幅达到一定程度后，他就将这几只股票卖掉了。两周以后，股市回落结束了，吉姆卖掉的几只股票也停止下跌了，甚至开始上涨。吉姆现在已经把40%的股票净值兑换成了现金。他努力去想医学方面的问题，或者即将到来的假期，但就是不去想股市。

如果吉姆思考了第三个问题，或者没有做出任何决定，并意识到他的大脑只会保护自己不受猛兽的攻击，而不会帮助他做出理性的投资决策，那他会比现在富有得多。然而这位聪明的医生，尽管在另一个领域里是科学家，在投资领域却没有从自己的认知性错误中吸取任何教训，只因为他企图避开悔意。“毕竟我没让自己损失更多。”他对自己说。于是他继续犯着同样的错误。

把你的脑袋从洞里探出来

吉姆不是一点儿希望也没有了。你也是。我们都有同样的行为，但我们不是注定要失败的。要想摆脱远古时代思维的束缚，你只需要时常严格地用第三个问题规范自己的行为。如果你已经问过自己你坚持的哪些观点是正确的，以及你能理解什么其他人不能理解之事，现在就应该把自己的脑袋从洞里探出来，检查一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下你的大脑是不是传达了什么无效的信息。

为了防止自己犯常见的认知性错误，你现在应该开始采取一些实际行动。一旦你开始反复思考第三个问题，并怀疑自己是不是犯了认知性错误，你就可以采取以下行动保证自己不再犯错。

转变行为——积累悔意，回避骄傲

《圣经》告诉我们，自满骄傲，必遭损害。在资本市场中，骄傲会导致短视的损失厌恶、过度自信、后见之明，以及所有不好的事情，包括在熊市的低点贱卖股票。你必须转变本能的想法，回避骄傲，积累悔意。据我所知，这是能帮助你成为更好的投资者的最简单、最基本的方法了。

如果你的一只股票上涨了很多，要告诫自己你不是投资天才，你只是很幸运，而运气不会一直都这么好。如果你的一只股票下跌了很多，也不要回避自己的懊恼，试着每次损失的时候都责备自己，慢慢习惯和接受这种做法。也许你的失利与安然公司的管理层、贪婪的银行家、你的股票经纪人或你的配偶（最后这个我可没法帮你）没什么关系。也许你持有的股票开始下跌只因为你自己的决策错误，你要做的就是明白自己错在哪里，并吸取教训，下次在同样的事情上不再犯错。如果你能承认自己犯错并感到懊悔，你就不会在低点卖掉股票了。记住，永远不要在低点入市，然后在股价让你感到崩溃的时候抛售。

积累悔意和回避骄傲有很多好处。首先，你可以从自己的错误中吸取教训。其次，你不会过度自信，反而可以变得不那么自负，能近距离地看清楚市场的本质。研究证明，不过度自信的投资者比过度自信的同行的业绩要好得多。通过一段时间的积累悔意和回避骄傲，你也可以让自己避免过于自信。

你是否曾经卖掉一只下跌的股票，用这些钱去买入另一只，然后再也不去关注被你卖掉的股票呢？你因为摆脱掉一只垃圾股而感到开心吗？也许你卖掉的不只是一只股票，而是整个投资组合，然后去买其他的投资产品（债券、货币、年金保险等），因为股市的整体行情让你感到担忧。很多投资者都会这样做，他们往往感情用事，永远不会回过头来看看自己的决策是不是让自己过得更好，因此永远都不会进步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会接受悔意，认识到自己可能也将会犯错误，而且你的决策会造成一定的后果。这是一场博弈，如果你在70%的情况下都是正确的，那么长期来看，你就是一个大赢家。当然，这期间你也会经常犯错误。犯错误很正常。你如果可以接受自己犯错，并把犯错看成学习的机会，你以后继续犯错误的可能性就会越来越低。

别急着安慰自己"没有损失更多"。你把所有的股票都卖光，或者买了不合适的投资产品，这本身就是重大的错误。也许你卖掉的那只股票并不会一直赔钱；也许你用来代替它的那只才是垃圾股；也许被你卖掉的那只股票未来几年一直都领跑股市，而你卖掉它只是因为犯了损失厌恶、后见之明偏误或者其他一些愚蠢的认知性错误；也许股市没有陷入下跌的旋涡；也许到了年末股市上涨了25%左右，但你只获得了1.5%的收益，远远落后于市场，所以你采取了一系列行动去补救，而忘记了自己的长期目标。要知道，你还会不断地犯错误，你需要想办法在下次犯错误的时候尽量从中吸取教训，好减少以后犯错误的次数。

第三个问题有利于防止你做出很多疯狂的、不理智的举动。更重要的是，你需要一个兼顾各种情况的统领性策略，在你每次做决策之前提供指导，你还必须有一个基准可以参考。（我们将在第4章讨论基准的选择以及为什么它有重要的生存意义。）但到目前为止，你应该清楚任何结构合理的指数都可以作为基准，成为你建立投资组合的路线图。假如你以50%的美国股票作为基准，那么你做决策时不应该偏离它，除非你认为自己比别人更了解美国的股票比其他国家股票表现更好或更差的原因。假如你参照的基准是10%的能源企业股票，你就应该购买10%的能源企业股票。除非你思考过第三个问题，认定自己掌握别人不知道的信息，能帮助你更好地了解能源行业，否则你只能被动地遵循基准。你的目标应当是与你的参照基准持平，而如果你掌握了内部消息的话，你的目标就是要比基准表现得更好。一段时间之后，你的基准会帮助你实现预期目标。如果你的大脑设置了一些障碍，例如产生了短视的风险厌恶，这就会导致你偏离基准，极大地影响你的长期目标的实现。

举例来说，在2000年3月，我准确地预测到科技类股票会达到顶峰，并即将开始下跌，这是我过去20年里做过的比较准的预测（我在第8章里还会谈到更多细节）。接下来我们公司开始减持科技类公司的股票，从投资轻度过量（当时科技类股票占美国股市的1/3，占全世界的25%）到实质性地低于平均水平。过后再回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过头看，我知道当时应该继续减持科技股，但我始终清楚自己可能会犯错误。特别是，我当时认为自己了解一些别人不知道的信息（事实也的确是这样），而且意识到我的大脑试图妨碍我做决定，所以我努力让自己不要失去理智，我下的赌注并不大。你也应该像我这样做，不停地搜索别人不知道的信息，同时始终清醒地认识到自己可能会犯错。如果你判断错误，在科技股最终领跑股市前看跌行情，而你还有一些资金在这个板块的话，你不至于落后市场太多。如果你判断正确，即使你在这个板块的投资不多，你也比市场表现得更好。这就是长期投资的规律。

积累悔意，回避骄傲。把注意力集中在基准上，只有本书中的三个问题帮助你获得一些别人不知道的信息时才可以有意识地偏离它。这些是克服短视的损失厌恶和过度自信的方法，也是参与市场活动的同时尽量不受市场羞辱的方法。

塞翁失马，焉知非福？

在克服**过度自信**方面，女性相对于男性具有明显的优势。一项科学研究就是有关男性和女性谁在投资方面表现更出色的。不出我所料，研究结果显示，从长期效果来看，女性的表现要好得多。为什么会这样呢？远古时期男人们负责打猎，而女人们负责采集浆果和谷物。与用小木棍对抗猛兽相比，采集浆果不会让人产生过度自信。与男性相比，女性的大脑没有受远古时代猎人思维的影响而得到预设，因此她们不会在股市频繁交易，投资组合的变动也相对较少。

在该项研究中，男性和女性的错误决策都多于正确决策，而且错误率基本相同。但由于男性更加过度自信，他们在不知道任何内部消息的情况下进行交易的次数更多。男性做出的非理性交易对他们造成的伤害大于女性在非理性交易中受到的损失。投资组合的变动越少，收效就越好——除非你确实知道得比别人多，让你有更合理的理由比别人多做决定。也许这可以解释为什么女性的寿命比较长，而且她们也有更多的钱来养活自己。（我一直以为造成这个结果的原因是人们认为男性比较愚蠢和自负，所以会让男性做比较危险的事，不过我也不太确定。）当然，男性需要好好反思一下了。

女性能从中得到什么结论呢？纵观历史，几乎所有特别成功、富有和知名的投资者都是男性。唯一的例外是19世纪的赫蒂·格林（我在《荣光与原罪：影响美国金融市场的100人》一书中对她做了生动的介绍）。最成功的投资者名单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中几乎从来没有女性的名字。为什么呢？很多女性会告诉你，由于历史（或现实）原因，她们根本没有机会参与投资，甚至连尝试一下的可能性都没有。

当然，市场对人的羞辱是不分性别的。它会给每一个人，包括男人和女人，平等的被它戏弄的机会。赫蒂 · 格林在125年之前的成就证明女性是可以获得成功的，而且过去35年中有很多女性参与到了投资活动中。据我猜测（实际上我不太确定），历史上没有几位女性成为优秀投资者是由于以下几个原因：之前的研究证明，女性相对于男性来说不会过度自信，因此从整体上来看，她们在投资方面的成绩比男性好（这一点可以通过研究来证明，但人们接受程度不高）。但我们不应该混淆个体与整体。正因为女性往往不会过度自信，所以她们无法与最自信的少数几位男士相比，因为后者往往由于决策正确，或者很幸运，或者两者兼而有之，能够不断取得更好的成绩。但归根结底，越不自负的人越不会做没有把握的交易，因此女性在这方面拥有绝对的优势。

每次你做交易之前，先思考一下本书另外两个问题，保证自己没有参考错误的理论，而且你能证明自己的确比其他的投资者更有优势。如果你无法确定你做交易的依据是正确的，或者不清楚自己是不是掌握了独家信息，那你有可能过度自信了。有时候被动也是一种主动，是最正确的做法。不要单纯为了交易而交易，要学会放低身段。

是天才，还是一个健忘的幸运儿？

在对一只股票、一个行业或者整个股市的判断上，如果你因为运气好而获得了几次成功，你的后见之明偏误就会显现出来。在这里，“运气”是我们要讨论的关键词。

回避骄傲和积累悔意是解决这个偏见的非常有效的方法。如果你在一次投资上取得了不错的成绩，你的反应不应该是“我就知道我的决定是对的”，而应该是：“我知道我有可能会出错，也许我只是运气比较好。但究竟哪一步是靠运气才走对的呢？要是没有运气的话，我哪个地方可能会出错呢？”你每做一个决定，都要提醒自己有可能会犯错误。只有这样想，你才会采取措施，防止自己受到较大的损失。

你考虑过建立一个完全由能源企业构成的投资组合吗？（如果你有一个基准，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你就不会这样做，不过我们在这里先做个假设。）假设在2005或2006年，你看到埃克森、康菲和雪佛龙等石油公司的股票连续几年升值，于是产生了投资能源板块的想法。你觉得自己简直就是一个天才，能想到购买这几只股票！你**早就知道**经济衰退之后全球经济会进一步扩张，再加上中国和印度的劳动力市场改革和经济繁荣，全球对石油的需求会增长，油价也会随之升高。你也知道人们对汽油价格上涨的担忧会对整个行业产生影响，并导致通货膨胀，这种担忧会加剧，成为影响市场定价的一个因素。事实上，你非常肯定在2003年的时候就跟网球队的朋友们讲过这种因果关系。他们不记得跟你有这样的对话，但你绝对记得。

别天真了。问问你自己：你如果错了会怎么办？万一你的成功跟你对全球石油需求的分析没什么关系，而是全凭那点儿运气呢？你还会冒这么大的风险去投资吗？你仅仅做过一两次正确的决策，那并不意味着下次仍然正确。在1998和1999年，很多投资者在科技板块投入了大量资金；同理，在21世纪第一个10年的中期，他们在金融板块大笔投资，都是因为这些行业的股票业绩很好。在热门行业大量投资说明你虽然是一个很好的投标者，但却是一个非常冒险的资金管理者。仅凭这些不能说明你是一个投资天才。

如果你跟大多数投资者一样，在20世纪90年代大量购买科技股（或者在70年代后期购买能源股，或者在21世纪初购买金融股等），在之后的几年这些股票大涨的时候你会非常得意。但如果你投入的资金量远远超出了正常水平，在股票下跌的时候（热门股票最后经常会下跌）也没能及时抛售，你就会赔得一分不剩。仅凭运气和偶然的成功不能帮助你管理资产。只有始终保持谨慎，保证自己成功多于失败，你实现长期目标的可能性才能增大。

如果你开始向别人炫耀你**早就知道**奥驰亚是一只好股票或者苹果的股票会大涨，问问你自己是不是**早就知道**这些股票最后会跌得很惨。你当然不知道，否则你就不会买入它们了。我的建议是，回避骄傲，积累悔意，不要偏离你的基准，避免出现后见之明偏误。

整体与所有部分之和的关系

关于**序列偏好**这个错误倾向，要记住投资组合整体的结果是最重要的。没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人会在意你的某一只股票上涨了800%，你也不应该因为一只股票下跌了80%而伤心。大体上，你所持有的单只股票在某一个类型（如科技行业、医疗行业、大盘股、价值型股票、日本公司股票等）中都会剧烈波动，大多数股票也不例外。

最重要的是，你需要观察投资组合作为一个整体的变化情况，学会计算投资组合的整体收益或损失，而尽量不过分关注其中某一只股票的表现（我们之后会研究后面这部分）。

我并不是说你不应该考虑每一只股票在相应的分类中的表现。你应该考虑这一点，不过不应该在这个问题上过于纠结。过于频繁和密切地关注一只股票的走向容易导致损失厌恶和其他严重的认知性错误。你在观察一只股票的走向时，不应该只关注它们"涨了还是跌了"，更不应该将它们与整个投资组合的表现进行比较。如果你的投资组合在一年中增长了25%，其中有几只股票的涨幅没有这么高，或者下跌了，这也不意味着它们没有前途。如果一只股票的业绩与同类型的股票差不多，那它是比较正常的；但如果它与同类型的股票差异非常大，你就应该放弃它。如果一只股票随着整个行业的起落而起落，符合人们的预期，那它就是一只主流的股票。

股票在一两个月之内的上涨或下跌是不值得你花心思琢磨的。但如果在很长的时期内，某一只股票的业绩明显好于或不如同类股票，你就应该开始思考是什么因素导致了这个结果。

如果你购买的股票能很好地反映基准的构成，而且它们与相应类型的涨跌步调一致，那你就没必要在每一只股票的表现上过多地费心思。

任何投资都有且只有一个前提，那就是你需要理性地思考你是否掌握其他人不知道的信息，同时清楚自己有可能会犯错。这意味着你不能钻牛角尖。如果你的投资组合整体表现与基准类似（记住，不是一周、一个月或者一个季度，而要从长远考虑），那你的业绩就是不错的，比大多数投资者要好。

兔子还是大象？要灵活地思考！

另一个解决各种认知性错误的途径是比较性思维，一切投资、金融或者新闻问题都是可以衡量的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石器时代的先人们知道兔子体形比较小，大象体格比较大。他们还知道大象比较可怕，不容易捉到，甚至会把他们踩死。而毛茸茸的兔子很可爱，容易逮住，还很好吃。大的很吓人，小的很美味（而且不吓人）。但如果问他们悍马汽车与猛犸象相比哪个更大，他们就无从比较了。我们讨论的是高度、重量、体积、力量，还是速度？当然，悍马在那个时期还不存在呢。（我记得情景喜剧《聪明笨伯》里的主人公弗雷德 · 弗林特斯通开的是较早的一款Sand Rover。）

现代人随时会用测量和比较的方法分析问题。但在做决策的时候，投资者很少采用这种方法。看到大的数字时，我们就失去比较的能力了，这是我们类似原始人的大脑经常犯的一个认知性错误。大的数字看上去似乎有点儿吓人，就像一个疯狂地四处乱撞的大象一样。然而比较的方法可以帮助我们正确地看待大的数字，例如债务、赤字、GDP、就业率、战争等。你可以在看新闻的时候锻炼自己做比较的能力。美国广播公司（ABC）的记者经常会以10亿美元为单位公布最新的赤字，让人们非常害怕，但这真的有助于你看清形势吗？你自己可以轻松地计算出这个数字占本国GDP的百分比，按照全球的GDP计算就更好了。通常，如果你用比较的思维去思考问题（我们会在第6章讨论更多的细节），你就会发现它也没那么糟糕，没什么好担心的。

在这里你可以总结一个规律。如果你能回避骄傲，积累悔意，选择一个基准，制定一个策略，培养比较的思维并把注意力集中在长期目标上，你就可以避免很多认知性错误。

第一个问题和第二个问题可以帮助你寻找合适的机会，从你自己身上找到其他投资者不具备的优势。但如果没有第三个问题，你就会失去方向感，容易听从别人的建议。我将在第9章告诉你们如何把这三个问题结合在一起，制定一个策略，使你的大脑在迷惑的时候有一个原则可以遵循。但首先，我们将在第4章讨论如何同时利用这三个问题创造一种超越时代的先进技巧，帮助你跑赢市场。请继续阅读本书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第4章

资本市场技巧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立并应用资本市场技巧

到目前为止，你已经知道本书讲的三个问题是相辅相成的，可以帮助你探索未知的领域。本书前面通过对三个问题的阐述教你如何破除迷信，揭开惊人的真相，但也不要忽视这一部分的有限篇幅中所举的例子。我这么做不是为了收集几个有关投资的奇闻趣事，而是教你们如何在每一次做决策之前思考这三个问题。不妨停下来问问自己："我为什么会买入或卖出这只股票或基金呢？我为什么认定这个决策是正确的？我知道什么别人不知道的信息？我为什么会觉得这个地方是错误的呢？我能理解多少？"仅凭这几个问题，你就可以胜过不少投资者。接下来再问问："我的大脑是不是在跟我兜圈子？"本书不是简单地教你投资方法，而是给你提供一个工具，并展示一个动态的思维过程，这在你以后的投资生涯中能够不断地提供帮助。

本书中对三个问题的单独和整体的回答给大家提供了一个新的参与市场活动的方法，这是一种你可以不断检验和应用的技巧。通过反复思考这三个问题，你可以建立起一个**资本市场技巧**的宝库，并逐步完善它。事实上，每次寻找这些问题的答案时，你就建立了一个新的资本市场技巧。有些技巧可能会对投资活动产生非常大的影响，而另一些可以作为比较简单的工具。本书将给出大量的例证。

与未来 10 年、20 年或者 50 年相比，我们现在对资本市场的运作方式仍然知之甚少。要想了解别人不知道的信息，方法之一就是建立超前的资本市场技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你能早于其他人 5 年、10 年甚至 20 年获得某些信息，那你就有很大的优势了。资本市场技巧有助于帮助人们理解投资圈的一些方面，同时像其他技巧一样，给人们提供一个可靠的、便捷的工具。你自己建立的技巧可以帮助你更加准确地预测未来，做出更多正确的投资决策。此外，这个技巧还有助于你发现并创造更加有效的方法。

历史就像一个实验室

为了正确地理解投资的概念（像科学家，而不是像铁匠那样），你必须检验你的资本市场技巧是否有效。没有比历史更好的检验新方法的实验室了。我们拥有很多投资迷思，包括已经成为教条并被投资者广泛接受的想法，它们都是基于意识形态、理论观点、政治倾向甚至认知性错误形成的。在历史数据面前，这些想法往往会土崩瓦解，就像人们对高市盈率的错误认识和对联邦财政赤字毫无必要的担心一样。证明一件事的正确性要比证明它是错的花费更多的精力。为了证明一件事是错误的，你只需要提供一些不太符合逻辑的关联。如果一件事不太合理，历史会向我们证明的。

假设我们从历史中看出X与Y的联系并不紧密，X与Y以外的其他因素有关联，那你就不会认为X有可能突然开始导致Y了。人们往往固执地相信一个流行的说法，而不去寻找证据来支持它，迷思就这样深深根植于我们的文化中了。迷思流传的时间越长，人们就越想不到去证明它的错误性。

好消息是，你不必拥有一个昂贵的彭博社终端就能获得数据。互联网提供了大量规范的数据，表 4–1 提供了一些有用的网站。

如果你不知道如何下载或者用Excel电子表格分析数据，你可以参考第 1 章中的例子，或者请教一名在校生。到现在，我想绝大多数读者都可以接受互联网了。

你使用的数据一定是定量的或者定性的。有关高市盈率的迷思是用定量数据反驳的。你会发现，利用标准数据，通过几个问题进行简单的测验来打破人们广泛接受的一个理论是一件非常容易的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4–1 数据来源

机构名称	网站	数据内容
彭博社	www.bloomberg.com	全球股市新闻，报告引用，计算图表，其他媒体
美国经济分析局	www.bea.gov	GDP，经常性账户平衡，进出口
美国劳工统计局	www.bls.gov	CPI，失业率，生产率，通货膨胀
美国疾病控制与预防中心	www.cdc.gov	数据：生育率，死亡率，健康趋势与统计，人口数量等
美国商务部	www.commerce.gov	贸易状况
《经济学人》杂志	www.economist.com	全球金融和经济新闻，每周大事件
美国能源信息管理局	www.eia.doe.gov	有关能源的原始数据，历史数据
《金融时报》（英国版）	www.ft.com	全球股市，商业和全球新闻
国际货币基金组织	www.imf.org	国际经济与金融数据
LexisNexis 数据库	www.lexisnexis.com	内容丰富的新闻，公共报告，信息来源
MSCI 指数	www.msci.com	MSCI 指数，数据，特征，表现
美国国家经济研究局	www.nber.org	经济周期（公布经济衰退的时间）
纽约证券交易所	www.nyse.com	纽约股票交易情况
经济合作与发展组织	www.oecd.org	国际经济与贸易数据
清明政治	www.realclearpolitics.com	重大政治新闻，头条新闻，博客，选举结果等
罗素指数服务机构	www.russell.com	罗素指数数据，特征，评估
标准普尔指数服务机构	www.standardandpoors.com	标准普尔指数，数据，特征，构成
美国国会图书馆	www.loc.gov	立法决策信息
美国人口普查局	www.census.gov	各地区人口统计数据
美国国会	www.house.gov	每个议员代表的地区，法案，法律，登记表
美国国防部	www.defenselink.mil	官方新闻，报告
美国联邦储备委员会	www.federalreserve.gov	银行资产负债表，信贷数据，货币存量，资金流量
美国政府官网门户	www.firstgov.gov	所有政府机构、部门和地方政府网站链接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

机构名称	网站	数据内容
美国众议院办公室	clerk.house.gov	立法机构决策过程，历史数据，选举情况统计
美国行政管理和预算局	www.whitehouse.gov/omb	美国赤字
美国财政部	www.ustreas.gov	税率，利率，社会保障，医疗保障
《华尔街日报》	www.wsj.com	全球股市，商业和全球新闻
Wilshire指数服务机构	www.wilshire.com	Wilshire股票指数，股价
世界卫生组织	www.who.int	全球卫生与疾病统计数据，死亡率，相关新闻，通告

但如果获得或者分析数据很困难，那该怎么办？你的资本市场技巧可以是定性的吗？当然可以了，只要你有足够的例子来证明，而且它符合经济学原理，那就可以。第 2 章提到的总统任职周期在这里也是很好的例子。总统任职周期的变化难以用数字衡量，但却有很大的影响力。你可以查询到 1926 年以来所有选举时期的数据，但这些数据不仅是定量的，还有一个明确的模式，反映了这个问题的基本情况。同时，这些数据能够发挥效果还有一个重要原因，即人们还没有充分理解它们的基本情况，或者不能接受它们的模式，而且往往认为它们是毫无意义的。

但你提供的证据必须符合基本的经济学原理。如果你找到了一个可靠的模式，但是无法用合理的因果联系来解释它，那就不要在它上面下注。你是否意识到，从 1926 年以来，每个末位数字是 5 的年份，美国股市都上涨呢？你可能以为单凭这一点就能够预测未来 5 年的股市动向，并相应地做出投资决策。千万别这样做！这不过是一种迷信而已。没有任何经济学原理能解释为什么股市每隔 10 年就一定是上涨的。同理，自 1955 年以来，每个末位数字是 5 的年份，美国都会遭受大的飓风灾害（从过去飓风的名字可以判断出来）。那又怎么样呢？我不认为美国的国家海洋和大气管理局（NOAA）在预测天气时是否迷信以 5 结尾的年份会有什么不同。你当然也不应该认为这些年份的飓风有利于股市获得好的收益。我们现在拥有的只是统计数字方面的一些特殊情况，是大自然的异常现象。这就像一个幸运的人 50 次投掷硬币都是正面朝上一样。这种情况时常会发生，所以你要保持警

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惕。我再说一次，没有因果关系的关联不应作为投资的依据。

你也许能找到一个合理的理由来解释末位数字为5的年份为什么行情好，你可以把它作为你的资本市场技巧。这对你来说是好事。另外，你也学习过第二个问题了，可以理解对于其他人来说无法理解的情况。这是一场公平的交易，如果你掌握了第二个问题要求的能力，你就具备投资的条件了。

一旦你已经验证了一个新的资本市场技巧，并且充分利用了它，切记不要过于自信，认为自己以后在同样的情况下照样能赢。没有什么是完美的，也没有什么会永远有效。假设X在70%的情况下会导致Y，这个概率看起来很高，似乎值得把赌注下在这上面。但其余的30%是由其他因素造成的，所以尽管你认为应该打赌下一次X会导致Y，你也仍然有30%犯错的可能性。没有什么是绝对的。

此外，即使最有效的资本市场技巧也会失去效力，这也就是为什么你需要不断地检验你的猜想。下面是两个比较好的有关资本市场技巧的例子，这两种技巧在很多方面都是开创性的，但它们差不多已经不能再帮助你实现目标了。

没有什么会永远有效

市销率（PSR，有时也记作P/S，即股价与销售额的比率）是我最早使用的一个非常超前的资本市场技巧，以前曾经非常有效，现在已经过时了。我发现了一个其他人都没有发现的方法，可以确定一只股票是否定价过高或过低——我在1984年撰写的《超级强势股》一书中主要对这个问题进行了阐述。本杰明·格雷厄姆虽然提到过价格与销售额之间的微妙关系，但只是一笔带过，最早对两者的关系展开详细论述的应该就是我的作品了。我为此感到骄傲，就像我对自己三年级时针对危地马拉撰写的研究报告感到自豪一样。话说回来，这两样让我对自己感到满意的作品今天已经不值一提了，只是对过去的回忆而已。

然而30年前，如果你能在大盘中找到一只市销率很低的股票（这很难做到），那你就很有可能获利。我的书出版以后，“市销率”这个概念广为大众所接受，甚至有一段时间成了注册金融分析师考试的必修课程。今天仍然有很多金融分析网站包含市销率的内容。但作为一种资本市场技巧和预测工具，市销率已经成了市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场定价的一个参考因素。随着时间的推移和大众的逐渐接受，投资领域任何伟大的发现最终都会一文不值。如果它流行起来了，它也就失去效力了。我们永远要做好准备展开下一场探索。

对于外行来说，市销率代表股票价格与每股销售额的比值。它跟市盈率类似，只不过市盈率参考的是收益水平，而市销率参考了年收入或销售额。假设一只股票的价格和每股销售额均为 25 美元，那它的市销率为 1。一目了然！“市销率”这个概念现在听上去似乎没什么创意，现在的人们难以想象曾经有人会说：“嘿，我们试试用股价除以收益怎么样？”但我最初开始撰写有关市销率的内容时，还没有人先于我这样做。

我不会在本书中花费过多篇幅讨论市销率或者《超级强势股》这本书。但有几点我需要阐明。首先，关于《超级强势股》一书，读一读以前的投资出版物也是很有用的，它们可以帮助你了解资本市场技巧的发展过程，包括时间背景、兴起方式以及创建人。

找出不存在的收益

其次，任何想投资股票的人都知道，要在其他人争着购买一只股票之前就入手。但另一面也很重要，即你必须在一只股票似乎**不受欢迎**的时候买入。关键是要了解哪一只当前看上去没什么前途的股票会很快受欢迎。这一点如何做到呢？这就是我最初对市销率感兴趣的原因。我最开始对市销率的阐述可以理解为如何看待发展中的资本市场技巧。

很长时间以来，投资者一直在通过市盈率寻找价格低的股票。这已经有 100 多年了吧。但有一些新成立的公司还没有什么收益可以公布。在经济周期性衰退或者某一家公司经历危机的时期，即使非常有实力的公司也可能没什么利润。这些都是考虑买进某一只不受欢迎的股票的不错时机。在以上几种情况下，你都无法计算出市盈率是多少，因为每股收益不能为零。有时候一家公司的市盈率甚至会达到 1 000，因为它几乎没有什么收益；有时候也可能为 5，因为在一段时期内边际收益比较高，不过这种情况不会持续很久。

但即使一家公司没有收益，它也一定有销售额（或者应该有，除非它出了很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严重的问题）。几十年前，第二个问题在这里帮助了我，我开始思考有什么信息是我知道而别人不知道的。如果一只股票的价格相对于过去12个月的销售额比较低，那它的价格就会上升，这个道理是说得通的，前提是它的未来收益多到足以将现在的市销率转换为比较低的未来市盈率（换句话说，是比较高的盈利率）。人们今天不喜欢的事情，明天也许会喜欢。这会有什么严重的后果呢？人们最终会发现，这只价格低的股票实际上产生了很高的收益和非常丰厚的未来边际利润，于是会蜂拥而上抢购这只股票，把它的价格抬高。因此，如果你是一名理性的投资者，你会选择在一只股票的价格相对于公司销售额比较低，但从市盈率上还看不出它的价格低时购买它。它的价格不仅相对于市场平均水平比较低，更重要的是在同类型股票中比较低，而且相对于它本身的未来收益是很低的。

在撰写《超级强势股》一书的时候，我把低市销率股票定义为公司的市场总价值占年收入总量的比例小于75%的公司股票，高市销率股票就是公司市场价值为年收入总量3倍以上的公司股票。

这虽然只是个理论，但基本上概括了所有的内容。在那个时期，还没有任何引用市销率的地方，也没有相关的数据库，彭博社和晨星网等新闻网站也没有像今天这样精确地计算出每一只股票的市销率。我从公开的信息中抽取我需要的数据，建立起自己的数据库，依此来计算市销率。在那个年代，整理数据也有钱可赚，因为数据很稀少，而且很昂贵。但今天数据基本上都可以免费获取了。现在的年轻人都不能理解为什么得到数据会很困难。在1981年，我向高盛银行支付了两万美元，仅仅是为了购买纽约证券交易所电子屏幕上滚动的以当时市销率计算的股票数据。曾经如此昂贵的信息，迅速就成了免费供应品。历史上数据都是手写来记录的，所以除非你有非常明确的需求，否则你几乎得不到它。

我用历史上某一个时期的股市收益计算当时的市销率，发现我的理论是站得住脚的。我整理了几种类型的股票数据，包括由原来的投资银行汉鼎亚太公司（Hambrecht & Quist）整理的20世纪70年代的科技股数据，以及穆迪公司手动整理的30年代的整个股市行情，内容十分广泛。市销率较低的股票业绩远远好于市销率高的股票。这并不意味着每一次每一只低市销率股票都能获得很好的收益，而是我从多次尝试中总结出的一般规律，作为预测的可靠依据和进行市场投资的参考。换句话说，市销率比较低的股票是超级强势股，也就是我之前那本书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的名字。

在撰写《超级强势股》一书之前，我利用这个新的技巧多次取得了投资上的成功。除此之外，市销率的应用从多个方面推动了我的职业发展。你可能会疑惑，为什么我会在一本销量很好的书中宣传这个增强我竞争优势的技巧呢？你会认为我不应该跟任何人分享有关市销率的知识，这样我就可以永远保持已有的优势。不过，你这样的想法是错误的。

你现在拥有的优势只是暂时的，除了你之外，还有其他人在寻找你已经找到的东西。我知道我刚刚发现了很棒的东西，但我没有施展任何魔法，也没有进行过复杂的数学运算，我做的事任何人都能做得到。我所做的只是用一种新的方法去研究现成的数据（不太容易得到的数据，但仍然是可以获得的），并花费了一点点时间去检验它，也运用了一点点基本的理论而已。其他人迟早都能做到这些，还可能很快！因此，我坚持把我的想法告诉别人，看看他们会不会接受。但是在刚开始的一段时间内，没有人接受我的观点。

我的书出版以后很长时间，才有人开始接受我的想法。在接下来 10 年左右的时间里，市销率这个技巧基本上只有我自己使用。1997 年，詹姆斯 · 奥肖内西撰写了畅销书《华尔街股市投资经典》，对所有常用的比率展开了分析，试图弄清楚哪一个比率能带来更高的收益。他将市销率称为"最有效的价值指数"，声明他（当时的）分析结果显示市销率比其他任何单独的指数产生的收益都要高。他赠送给我一本他的书，并在扉页上写下了这样的话："你居然可以找到一个这么有效的指数！试想，如果标准普尔公司的指数以低市销率股票，而不是总的股票市值作为参考，对我们这些可怜的资产管理者来说，那将是多么可怕的一件事啊！"奥肖内西的书将市销率捧到了更加突出的位置，很快这个指数就失去大部分效力了。市场已经把它作为定价的参考因素了。

看到我的创意被这么多人使用，并被市场充分地定价，我感到不安了吗？完全没有！相反，我非常兴奋。首先，如果我的创意真的很实用，那么有这样的结果也是必然的，至少我占据了主动性，已经做好了接受这个结果的准备。如果没有人费力地整理并公布市销率的数据，互联网板块是不可能有机会免费提供它的。我已经从市销率的技巧中尝到了甜头，也清楚是时候把它放下了。那个时候，我已经把注意力放在了其他的新事物上，这是我最初研究市销率时绝对没有想到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪七八十年代，我还没有过度自信（一种认知性错误）地认为自己的想法始终比其他投资者更超前。如果在80年代早期，能提出市销率的观点是非常聪明的表现，那么在个人电脑逐渐普及的时期，人们都还在使用5.25英寸的软盘而不是硬盘驱动的时候，发明了Commodore 64①的人也是很聪明的。八九十年代的电子科技浪潮让需要重金购买数据的日子一去不复返，市销率也成了所有人都能使用的技巧。市场在进步，我们也不应该落后。

如果市销率已经没什么用处了，那我为什么还要浪费笔墨跟你讲呢？首先，因为还有一些人认为这个技巧还在像以前一样发挥作用。任何类似的指数公开之后，它有时候可能会发挥作用（只是为了让人们保持对它的关注），有时候则不会，就像市盈率、股息生息率（dividend yield）、市净率等。你甚至可以看到，一些非常不合理的指数有时候也能产生丰厚的收益。那些每股现金量最大的公司可以给你提供市场上最有价值的股票，而每股现金量最小的公司有时也能在市场上领跑。但这些都不能保证公司长期在市场上处于领先地位。

在过去20年左右的时间里，低市销率股票相对于低市盈率股票和整个市场来说流动性都比较差，而且不会提供长期的、根据风险调整的额外收益。现在的情况就不一样了。然而，当价值型股票的收益超过了成长型股票时，低市销率股票往往会击败价值型股票，而且比整个市场更具有流动性。而当成长型股票的收益超过价值型股票时，低市销率股票就会被价值型股票甩在后面。

掌握了以上这些信息，利用你在前三章学到的知识，你能做些什么呢？你会如何使用我教给你的方法，在大多数人意识到之前做出理性的、有效的决策呢？我们用第二个问题来分析一下。在这里，你能理解哪些其他人理解不了的事？我们在第2章探讨过如何弄清楚成长型股票何时会领先于价值型股票，或者相反。我刚刚还讲了价值型股票领跑股市的时候，市销率对于价值型股票来说仍然具有吸引力，但成长型股票领先的时候就不会了。所以我其实已经告诉过你如何利用市销率作为筛选股票的标准，从而获得短期的额外收益。市销率并不是在任何时候都可以参考的，它只是一种临时的工具，与其他有效的资本市场技巧放在一起才能很好地发挥作用。你的目标应该是弄明白价值型股票什么时候会领先，然后

① Commodore 64是康懋达公司研发的一款个人计算机，带有1 541单软盘驱动器、一个C2N盒式磁带机、一个键盘和7张软盘。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把低市销率作为选择股票的一个标准。成长型股票领先时这个标准就失效了，那时你应该选择市销率比较高的股票。与其他任何有效的资本市场技巧一样，市销率也应该不断地得到检验，确保它没有与其他的指数脱节。

股市不是一把锤子，但它可以伤人不浅

我们可以这样理解：有一些类型的股票可以长期领跑股市，甚至可以持续 5 年之久。不少投资者因此在那一段时间可以获得极大的成功。但如果这些股票在下一个 5 年的表现都不太理想，投资者就会认为它们永远都不会再有上涨的可能。正因为大家都这样想，它们很可能反而再次上涨。它们不会再成为市场定价的因素，而由于大家都存在认知性错误，市场会将它们忽略掉。低市销率、低市盈率、股息生息率和其他类似的指数都有过相同的经历。经过很长一段时间的低迷之后，这些指数在接下来更长的时期内都会被市场忽略，一旦价值型股票又成为市场的佼佼者，它们也将临时性地发挥作用。传统的把投资当作一门手艺的投资者不喜欢这种真实的市场现象，因为他们希望自己的手艺可以永远发挥作用。

这进一步证明了不断检验和创新的重要性。在开始使用市销率这个技巧之前，我曾反复验证它的有效性，避免自己在它已经失去作用时还没有做好下一步的准备。我很久以前就已经放弃了这个非常基本的技巧，开发了很多其他的新技巧，因为从事投资的关键就是不断寻找下一个新事物。但我还是把它作为备用技巧保留了下来，毕竟它偶尔也会发挥作用。

当然，你可以不经常思考第三个问题，并偶尔侥幸得到一些别人不知道的信息。但如果你不将第三个问题作为你的一种思维习惯，你的好运气迟早会失去。

我们再来谈谈沃伦 · 巴菲特。人们对他转变思维的能力印象颇深。如果你读过他在 20 世纪 60 年代写过的东西，你会发现那些与他在 70 年代和 80 年代早期所写的东西有很大的区别。在早些时候，他只依据一些简单的统计学标准买进非常便宜的股票，尤其是规模比较小的股票，也就是我们今天所说的小盘股（这个概念直到 80 年代后期才开始出现）。在那以后，他购买的就是他所谓的安全系数高的股票（franchise）。接下来他又开始购买大公司的股票并长期持有，也就是我们今天所说的成长型大盘股，很多人认为他是受到了我父亲菲利普 · 费雪和查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理 · 芒格的影响。

当巴菲特先生买入可口可乐和吉列公司的股票时，你无法将这些与他此前20年拥有的股票联系在一起。而在21世纪刚开始的时候，价值型股票又重新领跑股市，他又出人意料地回到了非常便宜的小盘股上，因此他的行为正当其时。虽然他的目标始终没有改变，但他的策略在过去几十年不断发生着变化。如果你试图学习他在某一个时期的方法，并应用到另一个时期去，你永远也跟不上他的步伐。你的做法没什么错，这正是你应该做的。不培养任何资本市场技巧只是他自己的方式，我想这可能是因为他的决策都是依据自己的直觉做出来的，但不是每个人都能像他一样。归根结底，不管是培养资本市场技巧，还是像巴菲特先生那样凭直觉做事，不断地适应新环境，并相应地改变方法才是成功的必要前提。墨守成规、不愿做出改变的人在长期投资中注定会失败。我不知道如何凭直觉做决定，所以我依靠的是自己的三个问题，并建立起了自己的资本市场技巧。

提高预测的准确率，但不要像专业人士一样预测

我开发的另一种资本市场技巧，我称之为“随情绪变化的正态分布预测方法”。和市销率一样，这种方法我也使用了很多年。我在20世纪90年代首先提出这个方法，现在几乎已经失效了：它在某些地方和某些板块已经成了市场定价的参考因素，但在另一些地方和板块仍然在发挥作用（我们之后会具体研究这一点）。

我们都知道，如果所有人都一致同意一个特定的市场现象会发生，它很有可能反而不发生。但为了总结出有价值的技巧，我们再花一些时间来探讨其中的原因。还记得在本书的再版前言部分，我举了一个从所有投资者中选择一部分人作为样本参加选举的例子吗？你应该清楚，选举的方法是非常有效的，因为它可以让人们在可预测的误差范围内事先了解总统、州长或参议员的选举结果。这个方法已经很成熟了。选举机构首先从所有选民中选出一部分作为样本。如果样本的选择不合适，选举结果也将无效；但如果样本有足够的代表性，它并不需要由很多人组成。如果结构合理的话，500个人的样本就足以帮你预测全国性的选举结果了。

我们现在设定一个投资者的样本，让他们对股市下个月（假设为3月份）的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势进行投票。我们现在先认为他们以压倒性多数认为股市在 3 月份会大涨。这样我们就可以判断情况会相反，因为如果样本中投资者都相信股市会上涨，这说明所有的投资者都这么认为，而他们的投资交易需在 3 月份开始之前完成，或者在股市开始上涨不久后完成，那么市场上就不会再有推动股市上涨的后续购买力了。人们的想法对市场产生了影响，因此他们期待的结果就不会出现了。

遗憾的是，我们今天没有任何可以从所有投资者中选出具有代表性的样本的方法。人们有时候以为自己的方法有效，但其实不存在有效的方法。现在最常用的方法主要是由新闻记者采用的“投资者情报数据”，以及由美国个人投资者协会（AAII）成员组成的固定的投票群体。我和迈尔 · 斯塔特曼一道对这些方法展开了深入的研究，证明它们没有任何预测的功能，但大多数投资者仍然坚持把它们当作预测工具使用。如果用统计数字进行分析，这些工具就经不起推敲了，而且还缺乏牢固的基础。

我们现在不知道如何正确建立样本，这是有很多原因的。首先，个人投资者不太情愿向民意调查机构分享自己有关资金管理的看法。在他们看来，金钱观就像性生活一样属于个人隐私，怎么可能会告诉别人呢？此外，不同的投资者说出同样的话，但表达的是不同的意思，导致投票时会产生互相冲突的结果——投资者之间没有一种统一的语言。

另外，个人投资者也不情愿，或者无法向民调机构公开自己的身份。这一点没什么新鲜的。在 1954 年达莱尔 · 哈夫的经典作品《统计数字会撒谎》（这本书浅显易懂，是同类作品中非常出色的一部，我推荐大家都读一读）出版之前，这个问题就已经为大众所熟知，并有文字记录了。

在弄清楚如何建立这种复杂的样本之前，我们可以使用别的东西来代替它。专业的投资者在寻找信息方面劲头十足。作为一类人，他们与其他投资者获得信息的渠道是相同的。但对专业投资者来说幸运的是，他们的群体规模比较小，更加容易管理和分类。他们也有更多的机会表达他们的观点，也确实有表达观点的意愿。受过培训的专业投资者使用统一的语言，因此与个人投资者不同，他们表达出来的观点是一致的。最重要的是，专业人士的观点往往是发自内心的。他们相信自己接受的培训是正确的，所以会长期坚持自己的观点。

除此之外，针对指数收益他们也会做出非常精准的预测。这项工作往往在每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年年初集中完成。每年1月份铺天盖地的预测是投资者序列偏好的结果（在这里，序列偏好指的是某件事因受到社会习惯而不是其他因素的影响而呈现出某种顺序），这是我们的大脑开始不受控制的另一个表现。无论好坏或者对错，每年都有大部分投资机构参与到预测活动中。证券交易所内有专门负责预测的经济学家，基金经理也会做出预测。业务面相对较窄的专业财富经理人还会在每个季度向客户提交报告参与到这项活动中。相当多知名的专家会告诉你，股市行情是不可预测的，接下来就会跟你讲他们认为下一步会发生什么。你即使花钱，也无法阻止一个博主告诉你他的想法。博客污染简直无处不在！每个人都能提出自己的想法，这样做本身当然没有错。近几年，有越来越多的人公开做出类似的预测，数不胜数。

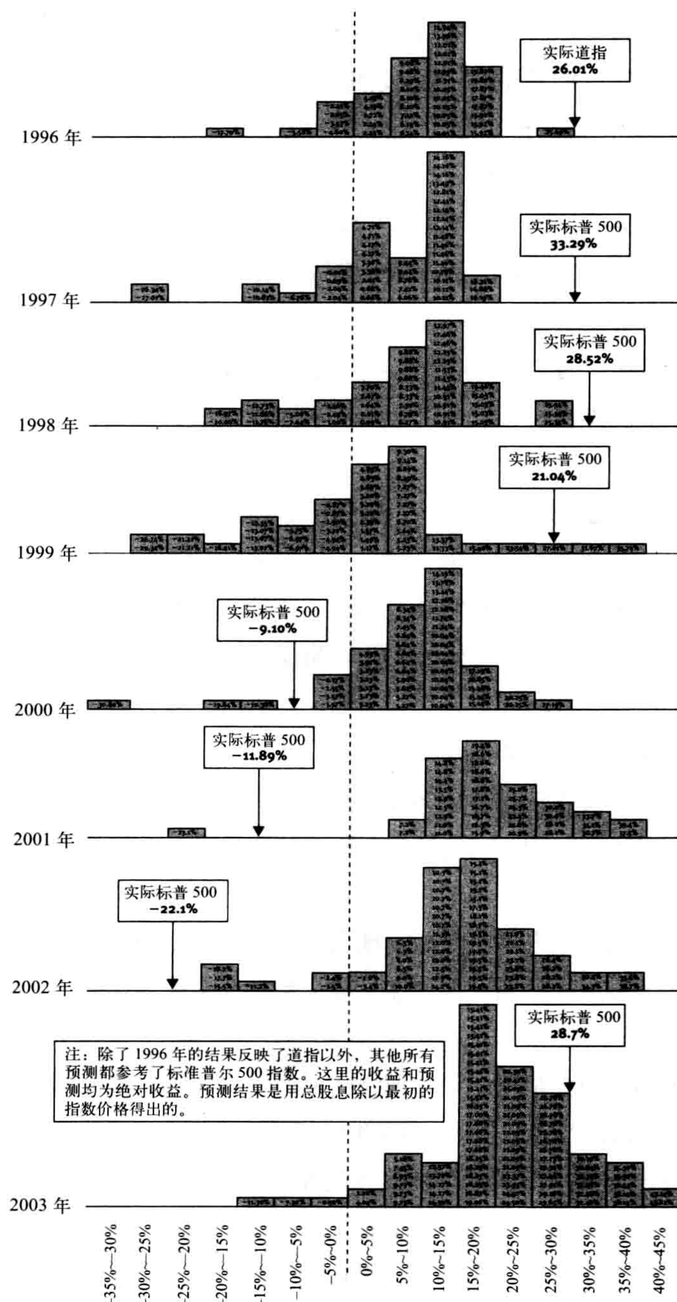
但大多数预测都是错误的，这一点你应该已经发现了。

任何时候都有几个人能够准确预测，有一些是因为他们了解一些内部信息，另一些则只是凭运气，就像连续50次抛掷硬币都能得到正面的幸运儿一样。但大多数人预测错误的次数要多于正确的次数。为什么会这样呢？因为他们都是狂热的信息收集者，他们获得的都是公开的信息，而他们普遍认同的东西已经被市场充分接受，他们期待的结果也就不太可能发生了。

在20世纪90年代早期，我曾经试图研究不同的预测者之间会有多大的区别。我尽可能搜集到了所有时期和出处的公开年度预测报告，然后将每一份报告与当年的形势以及实际收益画在一张图表上。我发现这些预测结果形成了一条很自然的正态分布曲线。大多数人都不约而同地集中在曲线最宽的部分，比较极端地看涨或看跌股市的人则分布在曲线的两端。每年都有几个游离在曲线之外的人，但大多数都分布在曲线周围。

图4–1是1996~2003年间每一年预测结果的正态分布曲线和相应的股市收益（我在后面会解释为什么没有提供2003年以后的信息）。每一个数字代表一名专业投资者的预测，曲线中间的部分是大多数人认同的结果。你可以看到，每一年的实际收益都不在中间最宽的位置，而在某一个边缘或者空白位置。有几年有一两个运气好的人预测准确，但每年预测准确的人都不同。有一些年份，人们普遍看涨股市行情，结果股市业绩惨淡；而另一些年份，人们仍然看涨股市行情，结果股市业绩远远超出了人们的想象。有时候市场也会经历一些不同寻常的事，导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：《商业周刊》，费雪投资公司

图 4–1 年度市场预测调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致实际情况与普遍的预测结果大相径庭。这个例子很好地证明了为什么与大众持相反意见（我们在第2章谈到过）也行不通。市场往往会走一条与之前不同的路，而不一定是与人们所期待的相反的路。

图4–1直观地展示了哪些预测结果是错误的，以及预测结果本身何时对市场产生了影响。人们在很多种结果上达成了一致，大多数人认为这些结果必定会发生，但它们没有发生。在这里我得出结论，人们普遍认为会产生的结果也可以成为决策的依据。

根据这种技巧进行预测基本上就是使用排除法。我知道人们都认为会发生的事不太可能真的发生，所以我只考虑两个极端和被人们忽略的空白点。我还知道，市场每年只有4种变化：大幅上涨、小幅上涨、小幅下跌或者大幅下跌（第8章会详细讲到）。因此，我排除了自认为不太可能发生的情况，并把赌注下在了没有其他预测者认同而又最有可能发生的情况上。我没有忽略市场对所有已知信息进行定价这个事实，我的逻辑也符合历史规律和第二个问题的要求，即理解了其他的预测者无法理解的一件事：他们属于市场的一部分，作为一个整体共同参与市场活动。

换个角度来说，你肯定想在年底以后，等别人都已经做出预测之后再行动，并确保你的结果至少与其他人的不一样。

举个例子，在1999年，人们普遍对“千年虫”问题产生了担忧，并准备在股市的利好行情持续10年以后放弃手中的股票。人们普遍看涨股市行情，大多数预测者认定股市增幅不会低于两位数，所以当时我的想法是增幅会跌破两位数——也许结果不会是这样，但还是很有可能的。看跌股市的人非常少，在正态分布图中，认为股市会小幅下跌的人群旁边有个空白区域。晚间新闻不断播放股市可能上涨的预测，我知道这已经对市场产生了影响，成了市场定价的因素，所以我认为股市会小幅下跌。

在15%~23%的区间内有另一个空白区域。我看到了人们放弃或者忽略掉的很多因素，而这些因素可能会推动股市上涨。我在第2章谈到过，我认为“千年虫”不算什么大事，它对储备罐头食品和设计避孕套的公司来说也可能是一个惊喜。人们还忽略了美国的选举周期，1999年正是克林顿总统第二届任期的第三年。回顾一下第2章，你应该知道，总统任期的第三年股市往往不会下跌，而是突飞猛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进地上涨。那时人们对美国经济的前景感到担忧，但我认为公司收益会持续上涨。我当时认定 1999 年美国股市会大幅上涨，涨幅很可能超过 20%。因此，我在《福布斯》杂志上做出预测，认为标准普尔 500 指数会增长 20%。不出我所料，1999 年年底标准普尔 500 指数上涨了 21% 多一点。我给出的 20% 的数字与真实结果如此相近，不仅仅是因为我的运气好，还因为我在 90 年代中期对正态分布图技巧的完善帮助我看清了市场的正确方向。

我有没有因为 1999 年的预测准确而沾沾自喜呢？没有。如果有的话，这就是后见之明和过度自信了。我进行预测的目标不是为了猜到真实的数字。我根本不关心自己能否准确预测出实际收益是多少（但那时《福布斯》杂志的编辑倒是希望我这样做）。利用这三个问题把握好市场的**发展方向**要比数字本身重要得多。如果我把方向判断正确，而把数字弄错了，我也会像准确预测出数字一样开心（我们将在第 8 章具体探讨这个问题）。

这只是过去某一年的一个例子，但我要表达的意思你应该理解了吧。从 20 世纪 90 年代后期到 21 世纪的最初几年，我一直依靠这个技巧来正确判断市场形势。它保证我在 2000 和 2001 年股市下滑时依然能获得收益。每一年，我在《福布斯》杂志上做出的预测都是根据这个技巧，而且这些年我都预测对了，我非常幸运。我让别人先来，等到他们都已经做出预测以后再行动，因此我可以参考他们的预测结果。这个方法听上去很不错，而且在一段时期内的确发挥了作用。但我要告诉你一个不太光彩的小秘密：就像市销率一样，这个方法也已经失效了，至少无法像以前一样发挥作用了。

有几年这个正态分布方法的确很有效，而且能经得起检验。我最初在《福布斯》杂志上提到它或在《研究》杂志上对它进行论述时，人们还轻蔑地将它视为一种“巫术”。而从 2000 年左右开始，人们的态度就开始转变了，他们开始采纳它或者与它类似的方法。

正态分布最初被视为错误的方法时，我感到很放心。如果其他人都认为股市会上涨，那么最开始使用这个技巧的人会判断股市将下跌，反之亦然。在 2001 和 2002 年，人们开心地以为股市会上涨，实际上股市跌得很厉害。这进一步加剧了反对这个技巧的人对它的错误使用。但由于一些人的运气比较好，他们有了坚持原来方法的动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但不管你多幸运，错了就是错了。就算你可以正确地使用正态分布的技巧，你也有可能像其他人一样认为股市会上涨。以1996~1999年，以及2003年为例。每一年人们都普遍认为股市会小幅上涨，这与极端看涨股市的人相比已经不算什么了。如果你通过正态分布判断出这些年会出现熊市，你一定错过了收益非常可观的时期。

最终，人们开始纠正自己的错误想法了。当理查德·伯恩斯坦被选为美林证券负责市场预测的首席官员时，我知道自己遇到了麻烦。他创立了一个很好的平行技巧，在回顾20世纪90年代股市行情方面非常有效。我和迈尔·斯塔特曼在前面提到的有关投资者情绪的论文中也研究了伯恩斯坦的数据。从以往经验来看，伯恩斯坦建立的模型具有很好的预测效果。他成了一名业内的权威人士，预测出我的正态分布技巧即将失效。

伯恩斯坦的方法持续有效了几年，结果到了2004年，它竟然也完全失去作用了。在那个时期，你可以在互联网上找到很多与我的正态分布类似的方法，很多只是对我的模仿（现在也有很多）。一些人甚至直接套用了我原来的技巧。就像市销率一样，曾经的新鲜事物在流行到一定程度以后对市场产生了影响，并失去了效用。2004年的牛市只是昙花一现。随着越来越多专业的预测者争抢着使用这个方法，我就想到它早晚会被淘汰。到了2005年，它果然没能再发挥作用。

在那之后的几年，一部分投资者学会了在做出预测的同时观察别人的举动，并对自己的结果进行修改。因此与几年前相比，他们的第一次预测已经没什么严肃性和持久性了。所有人都在以别人的行为作为投资的依据，所以这时候我该换一种新的方法了。

当然，这个方法是针对美国股市的。

在制定了这个方法以后，我发现在任何一个自由贸易市场，只要有足够数量的投资者做出公开预测，这个方法就会起作用。我们曾经用这个方法定期对纳斯达克指数（在20世纪90年代做出了大量预测）和标准普尔500指数进行三角测算。事实上，我在2000年预言互联网板块行情下跌时，一定程度上就是受到了这个方法的影响。一旦我发现这个资本市场技巧对美国的主要股指来说已经没什么影响力了，我就开始关注世界上哪些国家正准备采用这个方法。

正态分布的技巧在美国不再发生作用以后的几年，它在国外股市依然非常有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效——前提是这些国家有足够多的公共专业预测者。除了股市，它在美国和其他国家的长期利率，以及世界主要货币方面依然运作良好。

但即使如此，正态分布作为一个独立的预测工具也开始走下坡路了。任何好的工具都会有失效的时候，这就是你为什么要不断地检验它。前面已经讲过了我们到现在还在研究正态分布的原因，我在这里再强调一遍：已经没有什么影响力的事情在人们普遍对它失去信心之后往往会重新获得威力。但我们公司在做预测之前还会想办法获得一些额外数据，了解大多数人共同拥有的想法。

我为什么要告诉你这些？

你可能又疑惑了，我为什么这么轻易就把我的方法都说出来了呢？难道我不想长期从中获益吗？也许是，也许不是。如果我不说出来，我还可以利用正态分布的方法在美国股市中多获益几年。但伯恩斯坦和其他人迟早也会站出来，提出具有同样效果的方法。我心里始终非常清楚，我的优势早晚有一天会消失。我将这个方法公开，是否加速了人们对它的使用了呢？也许吧。在 20 世纪 90 年代中期，将预测结果画成正态分布图是我们公司的一项独创性研究，你在其他任何地方都见不到。这是经常思考这三个问题的结果。

那我为什么还要把研究结果和发现公之于众呢？主要有两个原因。第一，我们在不断地进行创新，而且深知这样做的必要性，因此即使少了一个方法我也不会担心。我们公司现在正在使用的资本市场技巧有上百种，很多正是从正态分布图失效以后开始使用的。未来几年，我们还会再开发出成百上千种方法。

第二，如果全世界的人仍然对我认为不错的方法嗤之以鼻，就像很久以前对待总统任职周期或者市盈率的态度一样，我就知道这个方法还有继续使用的余地。我很清楚，在全世界大多数投资者的后见之明偏误妨碍他们看清事实真相的时候，这个方法仍然没有过时。我可以在使用它的同时继续集中精力在其他方面创新。在我看来，除非你把你的方法告诉别人，否则你无法知道它是不是还可以继续使用。

如果正态分布的预测方法是我唯一的法宝，我也许就会小心翼翼地保护它不让别人发现。但如果你思考了这三个问题，并不断地开发新的资本市场技巧，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会孜孜不倦地寻找新事物，而不是把时间花在死守旧事物上面。没有这三个问题的帮助，如果我少了一两种方法，我可能就得被迫辞职，回到乡村生活了。但凭借这三个问题，我总能在下一次思考时获得令人惊喜的新发现。不断创新让我始终得以从事资产管理最有趣的工作。如果我这些年来都没有创新，我也不配替别人管理数百亿美元的资产。

坚持创新可以让人在投资中始终保持竞争力，但大多数人都不喜欢或看不到这一点。在我看来，整个金融服务行业都无法理解这个道理。我在选择一家公司作为我公司的学习对象时，不会考虑华尔街。从20世纪70年代早期开始，我们公司就曾学习英特尔公司、山姆·沃尔顿和他创立的沃尔玛集团、宝洁公司的营销业务和通用电气公司的管理业务。对于年轻时的我来说，这些都是具有远见卓识和创新才能的榜样。我对鲍勃·诺伊斯钦佩有加，他是集成电路的共同发明人、英特尔公司的联合创始人以及戈登·摩尔的长期合伙人。

在世界还没有这么复杂的时候，我有幸结识了鲍勃·诺伊斯，并对他印象颇深。诺伊斯当时很清楚，他和摩尔永远不会停止工作，我当时还没觉得这有什么必要。诺伊斯虽然个头儿不算高（可以说非常矮），但他就像一盏智慧的明灯，在英特尔无人能出其右。在这里，人们还记得诺伊斯和摩尔两个人合起来的精神力量对公司的积极影响。他们意识到自己掌握的有关生产半导体的知识很快会被其他投资者淘汰掉，因此他们的目标就是赶在别人前面不断完善戈登·摩尔的学习曲线。他们对学习曲线和创新有着坚定的信念，这是非常难能可贵的。

从那个时候开始，诺伊斯始终是我的榜样。在他的指引下，我过去和现在的工作重点一直是坚持创新，将来也不会变。我不希望我们公司变得像华尔街的公司一样，所以我们一直向1975年前后在诺伊斯和摩尔领导下的英特尔学习。所以每当我发明了一些自认为非常不错的方法时，我并不会在意它是不是被人们广泛应用，或者被市场定价，甚至最终变得毫无用处。我知道这些早晚会发生，这才是进步的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的资本市场技巧——持久创新

如果你想了解我们公司新开发的所有资本市场技巧，以及时间很长但仍然有效的技巧，请参考我近几年的作品，包括2010年的《大揭穿》和2011年的《市场不会忘记》。

最好在全球范围内寻找基准

不是所有的资本市场技巧都只能用来预测，它们也可以帮助你规范自己的行为。在这方面有一个比较成熟的技巧一直在我们公司发挥作用，效果也不错（我之前已经提到过），就是在全球范围内寻找基准。这个技巧不算新事物了，也不是我发明的！我们在第3章中已经谈到过选择一个基准有利于克服人脑在进化过程中形成的错误习惯。

选择并遵循一个指数，在管理资产和做决策方面都要参考它，你也许认为这根本不算是什么技能。这也太简单了，而且这个想法也并不新鲜——可能早就被很多人用过了，任何人都能做到。没错，这个方法的确非常简单，而且谁都能做到，但大多数人偏偏没有这样做。即使有人做了，他们也有可能做错了。能正确使用这个方法的人会比其他人有更多的成功机会，犯错误的可能性也会降低，这就是该方法的奇妙之处。你可以把自己的业绩与这个指数进行比较，但更重要的是，你需要在做决策时参考它。

很多美国的投资者倾向于避免全球性的投资，而更多地关注国内的情况，例如标准普尔500指数、美国公司的股票和共同基金等。毕竟，他们对美国了解得比较多，也更加放心。美国的辛辛那提对他们来说可能没什么可怕的，但墨西哥的坦皮科就会让他们感到慌乱了。然而，从全球的角度思考问题有助于人们更好地理解任何事，包括美国，这是一个真理。从全球寻找投资基准的一个主要目的也是改善人们的思维方式。

例如，很多人都错误地以为，通过购买在海外有大量销售业务的美国企业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，他们仍然算是在全球范围内投资，或者拥有了外国公司的股票，因为这些企业毕竟有跨国的分支机构。用第1章学到的内容，你可以轻松地证明这个普遍的迷思为什么是错误的。你不妨自己试一下。如果美国公司在其他国家设立的分公司让你接触到本国以外的资产，那它们首先得与外国的股票有必然联系，对吧？如果没有，那你就无法像你想象中那样接触到外国资金。如果你研究一下美国、日本、德国和荷兰的跨国企业，你就会发现它们之间的沟通并不频繁，而与母公司所属国的联系比较紧密。换句话说，埃克森、可口可乐和福特之间，以及它们与标准普尔500指数的关联要比它们与索尼、松下、日立和摩根士丹利东证股价指数之间的关联更为密切。这个例子告诉你，美国跨国公司的股票跟美国本土的股票一样，不会给你带来任何接触国外资金的机会。

原因很简单，每个国家的股票都受到了文化因素的影响，这与母公司在哪个国家无关。例如一家日本公司的员工大多数是日本人，更多地遵守日本法律而不是其他国家的法律，从日本获得的融资也比从其他国家获得的多。但答案仍然在于关联性。这个例子告诉你，除非你能从全球的高度进行思考，否则你无法真正了解美国的跨国公司——这是我的基本观点。不管是通过全球收益率曲线还是各美股之间的相互关系和业绩，要想更好地了解当今的美国，你必须培养全球视野。

排外者不知道也无法接受的一个现实是，如果你观察的时间足够长，你会发现如果计算正确的话，所有主要的股票基准最后都会趋于一致——只是过程不太一样而已（我在后面会做出具体解释）。但一名理性的投资者会选择一个从长期来看也会达到这个收益水平，而在这个过程中经历的波动最小的基准，这样他获得的收益会更加平稳。此外，一名理性的投资者还会选择一个可以创造最多投资机会、有最大的胜算、利用本书三个问题思考时获益最多的基准，因此我们必须放眼全球去选择一个这样的基准。

基准当然非常重要，因为它是你建立投资组合的路线图。不参考任何基准进行投资就像在一个你不熟悉的国度，开着一辆不顺手的车行驶在不熟悉的道路上，也没有地图和指南针，你不明白为什么总是无法接近目的地。你甚至都不知道你的目的地在哪里，只有看到它的时候你才有可能认出它来。投资基准就是一张路线图，指导你建立投资组合，告诉你应该购买哪一只股票、购买多少以及何时购买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基准是长期投资的路线图

2001 年 9 月 11 日清晨，我正在一列从华盛顿开往费城的列车上，随行的有我们公司在美国东海岸的工作人员，当时正要去费城为当地的客户主持一场研讨会。突然，一场恐怖袭击打乱了美国民众的正常生活。来自美国各州（从新罕布什尔到佛罗里达，哪里的都有）的公司员工迅速赶回各自的家中与家人团聚。由于无法乘坐飞机，我和两名同事租了一辆厢式货车，一路向西开到了加州旧金山。我们几乎打破了每一个地方的最高限速。当时有两条主路可走，我们担心芝加哥和北线遭受更多袭击（这些地方人口密集，也许是恐怖分子的理想目标），就选择了经过圣路易斯的南线，这里相对较远，但走的人比较少。中途，一位同行的同事在圣路易斯下车，他打算在那里乘坐午夜火车赶回达拉斯老家。我和另一位同事又继续轮流开了 3 个小时，到一个加油站停下来加油、吃东西，为下一个 3 小时的路程储备体力。最后，我们居然开了 32 个小时的车，横跨了整个美国大陆！如果你下定决心要开车从美国东海岸到达西海岸，而且中间不停，那么 32 个小时就是你将要花费的时间。

如果没有地图，我们肯定无法完成这次行程。有了地图，我们才能看出南部路线没有比北部路线远很多，而且可能会更快，人也相对较少。它告诉我们应该朝哪个方向走，在偏离路线的时候如何回归主线。它还帮助我们决定选择哪条路通过丹佛，从丹佛出发应该走经过盐湖城和唐纳山口的北线还是经过莫哈韦沙漠的南线（这一次我们选择了北线）。地图在我们规划行程的时候提供了指导，还增强了我们控制风险的能力。一个好的股票市场基准的作用跟地图一样。

投资基准还可以用来衡量业绩。每年你检查自己的投资组合时，会不会关注它是涨是跌以及涨跌幅度有多大呢？如果会的话，你如何知道这一年的收益是好还是坏呢？如果投资组合上涨了 20%，这是好的结果吗？如果你发现整个股市上涨了 35%，还会认为自己赚到了吗？如果你的投资组合下跌了 5%，这是否又是坏消息呢？但当你发现整个市场下跌幅度高达 25%时，你这 5%又算得了什么呢？从费城开车前往旧金山，路上有的路段你可以超出限速，但有的路段你只能保持耐心。市场就是这样。

很多投资者声称自己的目标是跑赢“市场”，却不清楚自己指的是**哪个**市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及打算如何跑赢它。市场可以指美国的股票市场、全球的股票市场甚至债券市场。有那么几年，不少投资者试图跑赢纳斯达克指数。如果你不能选择一个具体的市场，那你永远都无法制定一个理性的目标。你选择的市场就是你的基准，帮助你做出理性的投资决策。

选择好了基准，你就可以挑选各式各样的武器，将它们集中在一起，努力打败自己的基准。但话说回来，你输掉的风险也是相当高的。你的基准可以帮助你明确风险的水平，即与你的路线图相比，你购买的股票种类是否过于单一或过于多样化。

覆盖面比较广的指数，例如标准普尔500指数、MSCI世界指数和MSCI所有国家世界指数很好地反映了市场的业绩，因此也是管理和衡量投资收益的有效标准。但除此之外，你也可以选择其他结构合理的指数作为你的标准，例如，如果你喜欢购买小盘股，那么罗素中小企业2000指数（Russell 2000）是个不错的参考。英国的投资者大多喜欢使用富时指数（FTSE），德国人则倾向于选择DAX指数。另外，技术爱好者更偏好纳斯达克指数。不管你选择哪个指数，你都必须明确你想比较、衡量你的投资组合和投资活动的哪些方面。接下来请做好长期使用同一个指数的准备。

随便选择一个指数

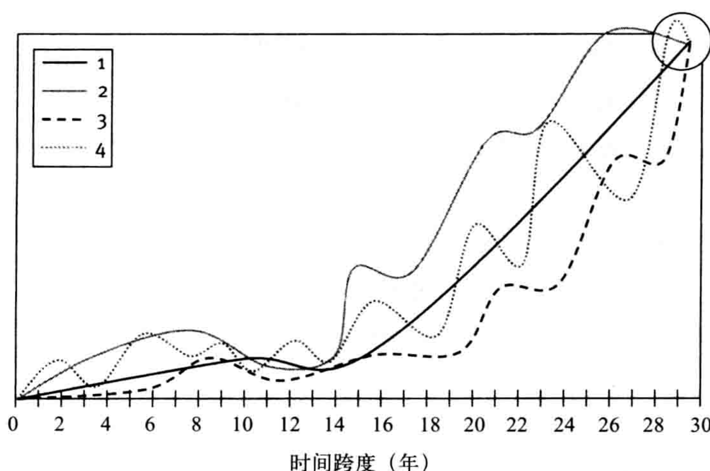
10年过去了，股市已经经历了另一场熊市，但人们还清楚地记得科技股泡沫的破裂，他们由此产生了对纳斯达克指数的恐惧。没错，纳斯达克指数在2000、2001和2002年的确损失惨重，导致全球股市长时间陷入熊市。那么这是一件坏事，我们应该避开它吗？纳斯达克指数并不是一个坏的指数。事实上，它非常有效，结构也很合理。只不过构成它的股票种类相对单一，导致它的波动性比较高。一个指数的范围越窄，它在一段时间过后体现出来的波动性就越高，这是人们通过常识就能判断出来的投资真理。如果外部环境发生了变化，那么内部因素再怎么改变也无法降低指数总体的波动性。科技股占比很重的纳斯达克指数只会随着科技公司业绩的变化而变化。

既然从长期来看（比如20年、30年或40年的长期投资计划），所有结构合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的指数都能产生比较接近的收益（只是途径不尽相同而已），不要以为波动性强意味着收益高，那人们也就没必要承受短期内的剧烈变化了。也许你不相信我说的话，下面让我说服你。

你应该可以理解，如果所有主要的指数最后都会达到几乎一致的水平，我们主要应该考虑的问题就是这个过程是平缓的还是剧烈波动的。图 4–2 向你展示了几种不同的指数或标准，在一段时间以后趋于一致，但中间的变化情况不尽相同。这几个都不是现实中的指数，但可以代表几种不同的类型。



注：此图为假想情况，不用于比较分析或预测。

图 4–2　基准与时间跨度

其中指数 4 的波动性很强，在最高值的地方超过了其他三个指数。你可以把它看作比较单一的指数，例如纳斯达克，或者一个很小的国家的指数。指数 3 在刚开始的时候稍稍落后，但几年后也开始赶超其他指数，它可以代表一个稍大一点的发达国家的指数。指数 2 在前 15 年的表现都不错，但之后有所下滑，这与日本的情况很相似。理性的投资者会选择类似指数 1 一样的波动性最小的指数，有助于他们稳定地获得收益。一般来说，范围最广的标准会带来最稳定的收益。

到目前为止，覆盖面最广的指数包括面向全世界各国的MSCI世界指数（它反映了发达国家很多年来的情况），以及 ACWI（它包含了新兴市场国家，我更喜欢把这些国家称作"欠发达国家"——毕竟一些市场是新兴的，一些还没有发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来）。相对于MSCI来说，ACWI指数涉及的时间较短，因而在衡量历史数据方面作用没那么大，但它绝对可以作为一个有效的标准。

要记住，覆盖面最广的指数也不能帮助你避免系统性风险。如果覆盖面很广的市场都崩溃了，那么全球指数也会跌得很惨。但相对于范围很窄的指数来说，全球指数的确能够降低某一个国家和板块的风险。

风险vs收益？

从长期来看，纳斯达克指数怎么可能与标准普尔500指数，甚至ACWI指数的水平一致呢？如果纳斯达克指数的波动性更强，你理应获得**更多**收益，不是吗？

很多金融专业的毕业生都有这样的迷思。这是人们的习惯性思维，也是一个错误的观点，而且宣传这个观点的往往是受教育程度比较高的人，他们本应该发现它是错误的，但不知道为什么他们并没有发现。换句话说，如果你想获得更高的收益，你必须承担更高的风险，而风险是通过波动性反映出来的，按这个道理，如果你想跑赢市场，你需要建立一个波动性高的投资组合。相比于债券和现金，这个道理在股票上体现得较为明显，这也是人们最初产生这个印象的原因。但对于所有的股票种类来说，它从以往经验来看就站不住脚了。这也解释了历史为什么可以有效地验证人们普遍的想法是否正确。如果上面说的逻辑是正确的，那么科技股指数应该比波动性较低的指数产生更多的长期收益——但事实并非如此。

你可以随便找一些种类单一、短期内变动方向一致的股票，根据它们来创建一个覆盖面很窄而且具有波动性的指数。在这里，指数的波动性与长期收益没有任何关系（我们将在第7章讨论供给的变化决定长期价格水平时进一步谈到这一点）。假设指数的波动性与长期收益有关系，那么构成一个覆盖面较广的指数的所有股票（每一只股票的波动性都比总的指数高）收益均高于指数的总收益。但这种结果不会出现，因为部分的收益与整体不应该有什么不同。用第二个问题思考一下，这个问题还是很容易理解的，但大多数人都无法静下心来思考。因此，在所有股票中，短期的波动性与长期收益毫无关联。从长期来看，所有计算无误的股票指数都会得到相近的收益。即使有的收益高一点，高出的幅度也不会很大，而且极有可能是偶然因素或者股票供应量非同寻常的变化导致的，很可能在短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内又回到平均水平。

提醒你一下，很多人都会被灌输前面这些错误的思想。但这个假设的确是错误的，有据可查。历史会说："事实不是这样的。"历史很美妙。

这个属于第一个问题的迷思依然存在，因为人们不会对自己的想法提出质疑，也不会用历史数据来检验理论的真实性。投资者对于他们看好的股票类型偏爱有加，后见之明偏误也加深了已经存在的错误想法在大脑中的印象。很多投资者都误以为他们钟爱的股票板块，比如成长型小盘股、能源股、科技股、价值型大盘股、新兴市场股票等具有先天的优势。这种想法明显是错误的，但愿意付诸行动去证明它是错误的人实在太少了，因而它至今仍然没有被揭穿。当前没有任何证据证明某一个板块永远拥有绝对优势。喜欢一种类型股票的人会把它业绩突出的时期指出来告诉你，但换一个时期它就失去了领先的低位。即使是同一个词，过一段时间它的意义也会多少有些变化。

数据挖掘是指一个人有意无意地选择最容易获得的数据来支撑自己的观点。但如果你选择稍微有一点区别的数据，或者更改数据选择的时间范围，整个证明过程就分崩离析了。举个例子，长期以来人们错误地认为小盘股的业绩高于大盘股。从历史上来看，这个观点也有一定的正确性，因为自 1926 年以来，小盘股的平均表现的确超过了大盘股。大多数人常常将平均情况与最经常出现的情况和事实相混淆。我们知道这样做是错误的，因为如果你用历史上最严重的 4 次熊市（这些时候小盘股业绩总是比较突出）的数据，即 1932~1935 年、1942~1945 年、1974~1976 年以及 2002~2004 年的情况，与你用来证明自己观点的数据进行比较，再用历史上其他时期的数据与自己的数据进行比较，你会发现在其他时期，大盘股的表现远远超出了小盘股。小盘股只有在上面提到的几个短时期内才获得了更多收益。但如果你能正确判断 4 个规模最大的熊市何时触底，你就不必用小盘股来跑赢市场了。（如果你购买了规模最小的股票，即我们在本书中不会讨论到的流动资金最少的小盘股，那所有这些结论就要再次被推翻了。）

我的观点是，相当多的人都在吹捧的小盘股的长期效益实际上比数据挖掘要逊色得多。对于大多数观察者来说，它就是一个引起误会的陷阱（市场这个"羞辱者"的大作）。否则，它简直一无是处。在有些时候，例如 21 世纪的最初几年，小盘股的确明显领先大盘股。而在其他时候，小盘股落后于大盘股的时间很长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换个说法，如果1945年你35岁，刚刚从“二战”的战场上回来，开始学着投资，并认为小盘股的平均收益高于大盘股，你就会在1975年你65岁时，即已经到达退休年龄时发现，总体来说大盘股的收益超过了小盘股。30年太长了，无法保证某件事会始终占优势地位。那么假设你在1973年刚好25岁，刚刚从越南战场返回美国，接受了5年的心理咨询，把头发修剪了一下，然后在1978年满30岁时开始投资，接下来的20多年大盘股整体上比小盘股的表现更好（尽管在最初几年，你会获得不错的收益，并因此产生了证实偏差）。25年的时间不算短，任何情况都有可能产生很大的变化。

你必须谨慎地选择时间范围，这样你才能证明很多事情。尽管大多数投资者实际选择的参考时间范围都比自己想象中长，不过只有极少数人才有足够的实力承受25年的错误投资造成的损失。如果你没有把所有的资产都投到一种规模、板块或者领域的股票中，就会避免这种损失。

如果一个板块的表现明显好于其他板块，我们根据历史数据会在它上面投资，其他所有的股票板块就不受欢迎了。我们都受到了资本主义思想的束缚。股票价格是由供给和需求来决定的。没有任何一种指数、股票规模、板块或领域会永远保持优势地位，从来没有。你也没有25年这么长的时间去等待X股再一次领跑市场。

全球思维就是更好的思维

你的投资组合国际化程度越高，对风险的分摊面就越广，这一点不难理解。没有一个国家会永远保持经济领先，也没有人明确地知道下一个领先的国家会是哪一个。表4–2显示了各年度业绩领先的国家的变动情况。如果不根据“路线图”来丰富你的投资组合，那机会成本是相当高的。你不应该因为不熟悉而害怕，而应该为可能失去在国外的大把投资机会感到担心。你也应该对自己的国家提高警惕，因为这里也存在着巨大的风险。

如果你不喜欢单独挑选国外市场的股票，你可以通过购买价格较低的指数基金或者交易所交易基金（ETF）轻松地接触到它们。摩根士丹利的欧洲、大洋洲地区、远东地区指数（MSCI EAFE）反映了发达国家市场的情况，多年来一直作为价格低廉的指数基金广受欢迎。使用这种投资工具有利于你分散风险，帮你接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4–2　第一名总在变化：1990 年以来每年表现最好的 5 个股市

年份	1		2		3		4		5		
1990	希腊	90.4%	英国	10.3%	中国香港	09.2%	奥地利	06.7%	挪威	01.1%	–02.1%
1991	中国香港	49.5%	澳大利亚	35.6%	美国	31.3%	新加坡	25.0%	新西兰	20.8%	31.3%
1992	中国香港	32.3%	瑞士	18.1%	美国	07.4%	新加坡	06.3%	荷兰	03.4%	07.4%
1993	中国香港	116.7%	芬兰	83.2%	新西兰	70.0%	新加坡	68.0%	瑞士	46.7%	10.1%
1994	芬兰	52.5%	挪威	24.1%	日本	21.6%	瑞典	18.8%	爱尔兰	14.5%	02.0%
1995	瑞士	45.0%	美国	38.2%	瑞典	34.1%	西班牙	31.2%	荷兰	28.9%	38.2%
1996	西班牙	41.3%	瑞典	38.0%	葡萄牙	36.4%	芬兰	34.7%	中国香港	33.1%	24.1%
1997	葡萄牙	47.4%	瑞士	44.8%	意大利	36.4%	希腊	36.2%	丹麦	35.0%	34.1%
1998	芬兰	122.6%	希腊	78.1%	比利时	68.7%	意大利	53.2%	西班牙	50.6%	30.7%
1999	芬兰	153.3%	新加坡	99.4%	瑞典	80.6%	日本	61.8%	中国香港	59.5%	22.4%
2000	瑞士	06.4%	加拿大	5.6%	丹麦	03.7%	挪威	–00.4%	意大利	–00.8%	–12.5%
2001	新西兰	09.5%	澳大利亚	02.7%	爱尔兰	–02.7%	奥地利	–05.0%	比利时	–10.2%	–12.0%
2002	新西兰	26.1%	奥地利	17.3%	澳大利亚	–00.3%	意大利	–06.3%	挪威	–06.7%	–22.7%
2003	希腊	69.5%	瑞典	66.1%	德国	64.8%	西班牙	59.2%	奥地利	57.8%	29.1%
2004	奥地利	72.3%	挪威	54.5%	希腊	46.1%	比利时	44.9%	爱尔兰	43.1%	10.7%
2005	加拿大	28.9%	挪威	25.7%	日本	25.6%	丹麦	25.3%	奥地利	25.2%	05.7%
2006	西班牙	50.2%	葡萄牙	48.4%	爱尔兰	47.6%	新加坡	46.7%	挪威	46.3%	15.3%
2007	芬兰	50.1%	中国香港	41.2%	德国	35.9%	希腊	32.9%	挪威	32.4%	06.0%
2008	日本	–29.1%	瑞士	–29.9%	美国	–37.1%	西班牙	–40.1%	法国	–42.7%	–37.1%
2009	挪威	88.6%	澳大利亚	76.8%	新加坡	74.0%	瑞典	65.9%	中国香港	60.2%	27.1%
2010	瑞典	34.8%	丹麦	31.1%	中国香港	23.2%	新加坡	22.2%	加拿大	21.2%	15.4%

资料来源：汤森路透，1989 年 12 月 31 日~2010 年 12 月 31 日单个国家收益情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

触到国外的股票，使你在投资方面不至于太被动。

注意：我并不太推崇共同基金或者指数基金（附录四是我在《福布斯》杂志上发表的一篇专栏文章，具体解释了此中原因）。这些基金往往成本很高，给高净值投资者增加了税费支出。但如果你有机会购买价格更低的基金，你就能充分增加投资组合的多样性。而如果你不知道任何内部消息，被动一点儿也不是坏事。

如果你下定决心要在共同基金的路上一直走下去，千万要记得购买一种构成足够丰富的基金或者几种基金的组合。此外，别忘了计算一下费用率。很多基金价格都是很高的，在全球范围内增加投资组合的多样性是一个聪明的做法，但前提是要避免入不敷出。

你真的没有必要害怕在国外投资。在美国，国外的股票都能以美国存托凭证（ADR）的形式用美元购买，非常方便。除此之外，你只需要在冰箱、药盒、橱柜、工作台或车库等地方，查找其他国家公司的名称就可以了。

永远都不要考虑道指

我一直在说，你应该找一个结构合理的指数作为参考。那么什么是“结构不合理”的指数呢？道琼斯工业指数就是一个。没想到吧？它的确是一个结构非常不合理的指数。

很多投资者在整个投资生涯中把道琼斯工业指数（人们常称之为“道指”）作为唯一的参考标准。他们以为道指是一个非常可靠的市场指标，但实际上，它不仅结构不合理，传达的信息量还很有限，因此根本不应被用作投资的标准。我已经有几十年没有关注过这个指数了，也没法告诉你它究竟在什么水平上，因为我一直在告诫自己“永远都不要考虑道指”（这也是我1999年11月19日发表在《福布斯》杂志上的专栏文章的题目）。

我可以给你的建议是，在接下来的投资生涯中，如果你能像我一样不去考虑道指，你就能够更好地看清市场。只有在提到出版公司、化学公司或者东方哲学（“道”）时你才会想到道指，但**永远**都不要使用道琼斯工业指数。

首先，道指只由30只股票组成，这对于美国的整个市场来说完全不具代表意义。其次，这几只股票都是随机选择的，一些已经被其他的股票所淘汰，还有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些是被道指的委员会成员替换的。（他们选择可口可乐而放弃了百事可乐，选择微软公司而放弃了苹果公司，而苹果公司的市值比微软高出了75%。他们又是为了什么选择了默克集团和辉瑞呢？天知道！）道指主要靠煽情或者文化原因来保持自己在大众媒体中的地位，而这些媒体正是各种迷思在市场流传几十年的原因。（道琼斯集团还拥有《华尔街日报》和《巴伦周刊》，这也是一个因素。）

但道指最大的缺陷在于，它是一个**价格加权**指数。永远都不要参考任何一个价格加权指数，永远都不要！我再说一遍，永远都不要把注意力放在价格加权指数上面。

举个例子，我在2011年更新数据时发现，卡特彼勒公司对道指的结果的潜在影响是微软公司的4倍，而微软公司的市场规模是卡特彼勒公司的4倍。为什么微软这只资金实力雄厚的股票对指数的实际影响却更小呢？这都是价格加权指数造成的结果。

在以道指为例的价格加权指数（也包括日经指数，同样不要使用这个指数，它是又一个非常有误导性的价格加权指数）中，一只股票的每股价格越高，它相对于指数中的其他股票对指数的影响越大。在价格加权指数中，一只每股100美元的股票对指数的潜在影响是一只每股10美元股票的10倍，尽管这只每股10美元的股票可能来自一个资本和规模都要大得多的公司。这太荒唐了！

价格加权指数有着自身固有的问题：如果一只股票被拆分，它在指数里的权重也被分成了相应的份数。指数的总体水平不会发生变化，但拆股活动降低了股票相对于该指数中其他股票的影响力。你可能不相信，大多数人也都不相信，但它的确是事实。反过来也成立：如果一只股票被合并（意思是你的每两股股票被合并成一股，拥有的股票数量变为原来的一半，当然这并不常发生），它在指数中的权重也会增加一倍。

股票的拆分与合并都是非实质性的，它们不会影响公司的市值、股息、投资者净值或者任何实体经济形式，一点儿都不会。然而，股票拆分毫无疑问决定了股票在价格权重指数中的实力和地位。如果你无法预测下一个被拆分的会是哪一只股票（目前还没有一种可以预测股票拆分的技术），你就无法理性地预测价格加权指数在一两年内的变化，即使你可以完全准确地预测出指数中每一只股票的价格。这是事实。有一段时间，如果道指内有股票被拆分的话，它的拆分前收益可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会与实际收益相差10%。注意，我说的不是1%，而是10%。

从数学的角度讲，由于道指的最终收益取决于某一只股票在何时被拆分，因此它每一年的数据没有任何规律可循。如果某一年被拆分的股票比之前的表现还差，那么指数的结果会比所有股票的平均水平要好；相反，如果某一年被拆分的股票收益高于拆分以前，那么指数的结果会比所有股票的平均水平更差。

听上去很疯狂，是吧？换个说法，如果每股价格高的股票表现好于每股价格低的股票，那么道指的经济效益会好于所有的股票。相反，如果每股价格低的股票超过了每股价格高的股票，那么道指的表现就会在所有股票之后。

你应该听说过，道指中有一种东西叫作"除数因子"，是用来平衡股票每股情况的。我们来转换一下你对现实的认知。如果道指的一只股票被拆分，道琼斯公司就会动用"除数因子"——任何价格加权指数都会这样做。这个除数使道指的总体水平保持一致，这样股票拆分以后与之前就不会有什么区别，指数也不会出现明显的变化。换句话说，变动除数可以保证股票拆分对大局不产生影响（表面上说是这样）。事实上，除数虽然在不断变化，它仍然无法阻止道指的实际值与表面值发生偏离。

两股指数

现在我来向你们证明一下为什么不应该使用价格加权指数，以及为什么应该完全放弃道指。我们现在用两只股票——ABC和XYZ——组成一个价格加权指数。假设每只股票的价格是1美元。为了计算方便，我们现在设定这两只股票的市场价值是相等的，其他任何量化指标都一致。为了计算出最基本的指数价值，我们现在把两只股票的价格相加，再除以股票的数量，也就是2，得到的结果是100美元。因此，这个两股指数的初始结果为100。太简单了！你甚至不需要计算器。

假设到了周一，ABC上涨了10%，达到了110美元，而XYZ下跌了10%，变成了90美元。把110与90相加，得出的结果还是200，再除以2（我们的初始除数因子），结果也仍然是100美元。这完全说得通，因为每一只股票的变动幅度是相同的，可以相互抵消。又是简单的数学计算题！没什么不好理解的，至少到现在看来是这样。到了周一下午，ABC开始下跌，XYZ开始上涨，两只股票都回到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 100 美元的水平，指数依然是 100。

等一下！

到了周二，ABC宣布以 100 ∶ 1 的比例进行拆分。在这里提醒你一下，大多数股票拆分都是以 2 ∶ 1 或者 3 ∶ 1 的比例进行的，但在这里为了清楚地说明问题，我举了一个比较夸张的例子（价格加权指数本来就非常夸张），采用了极端的数字。现在ABC的每股价格变成了 1 美元，公司的总价值不变。对于股东来说，情况也没什么变化。如果一位股东之前持有 100 股 100 美元的ABC，那他现在就有 1 万股 1 美元的股票了——不管怎样，他都持有 1 万美元的ABC股。现在ABC的每股价格为 1 美元，XYZ仍然是每股 100 美元。两只股票的价格加在一起得到 101 美元，再除以 2，结果变成了 50.50 美元。

但是这不对啊！这个结果是无效的。我们知道，指数必须保持在 100 的水平，因为除了一只股票被拆分，没有任何别的变化发生。现在是除数发挥作用的时候了！道指就是这么做的。我们最初是用股价相加的结果除以 2，现在我们要思考一个问题："101 除以什么数字能得到 100 呢？"这是一道简单的算术题，答案是 1.01。所以，新的除数应该是 1.01，几乎是初始除数的一半，而指数还是 100。我们现在就是一群开心的蠢蛋。

到了周三，ABC又上涨了 10%，XYZ也再次下跌了 10%。但在周一的涨跌之后，指数没有发生变化，而这一次指数与周二大相径庭。ABC每股价格变成了 1.10 美元，XYZ为 90 美元。两者相加的结果为 91.10 美元。用这个结果除以新的除数 1.01，得出的结果则变成了 90.20 美元。这是怎么回事？两只股票的涨跌幅度也可以相互抵消，但指数却毫无原因地少了将近 10%。为什么会这样呢？

原因还在于价格加权指数的固有缺陷。自从我们创建了指数，公司的经济效益没有发生任何变化，但指数却变了不少。如果两家公司的价值相同，它们对指数的影响也应该是一样的，但对于价格加权指数来说这不太可能——即使最权威的道指也是这样。

我再强调一遍：在任何一年中，如果被拆分的股票收益低于没有被拆分的股票，指数就会高于股票的平均收益。如果被拆分的股票收益高于没有被拆分的股票，指数就会低于股票的平均收益。

尽管大多数专业人士都把精力放在培养技能上，他们却几乎从来没有接受过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创建指数的培训——这也类似于一项技能。几乎没有！我常常为此感到不可思议，但无法理解其中的原因。如果你想自学有关指数创建的方法，我推荐你参考弗兰克 · 赖利所著的《投资分析与组合管理》第五章的内容。这是我最喜欢的投资教科书之一，弗兰克也是我最崇拜的学者，他是一个非常和善的人。

一个结构合理的指数往往以股票市值为权重，这说明公司价值越大，它在指数中的地位越重要。苹果公司的市值相当庞大，达到 3 700 亿美元之多，因此它对标准普尔 500 指数和 ACWI 指数的影响就高于市值仅为 600 亿美元的卡特彼勒公司。按道理也应该这样。股票规模越大，它对指数的影响也应该越大，没人会反对这一点。

永远都不要追求最大收益

因此，在衡量股票的时候你应该参考市值加权指数。除此之外，正如之前说过的，在全球范围内选择基准的目的不是预测收益，而是让你维持在正常的轨道上，并培养全球思维。这也是克服石器时代的思维方式、增强自我控制的重要内容，可以帮助你熟练地运用第三个问题。

在选择了一个合适的基准以后，很多投资者都试图将收益最大化，结果却对自己造成了伤害。他们希望每年都能获得巨大的正收益，同时忘记了通过检验基准来控制风险。受到序列偏好的影响，他们忽略了**相对收益**的重要性，而去追求**绝对收益**。在这个过程中，他们把风险完全抛在脑后了。

相对收益是相对于你所选择的基准实现的收益。例如，如果投资组合一年的收益率是 5%，你可能会认为这个数字很低。但如果你的基准只上涨了 3%，你仍然以 2% 的优势领先于市场，这个结果已经很不错了，比大多数投资者的平均表现还要好。与此类似，如果你的投资组合一年的收益率达到了 15%，你可能觉得很高，但如果基准上涨了 30%，你落后市场的幅度就会高达 15%。如果你的目标是与市场平均收益持平，那么弥补这样大的差距是很困难的事：你需要在未来 15 年每一年都领先市场 1%。

正常来说，你应该关注相对收益，即投资组合与基准之间的关系，而不是绝对收益。为什么呢？我们已经知道，如果你在长期投资中能够超过市场平均水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪怕只是一点点，你也会比几乎所有的投资者表现都好——就是这么简单。但即使是观察市场这样简单的事，很多投资者也很难长期坚持下来，包括专业人士。

跑赢市场（不管你选择的是哪一个市场）是投资者的理想目标，但并不容易实现。不是不能实现，而是很困难。然而，你不应该专注于实现过高的目标，而应该努力与基准看齐。如果你的基准在一年内上涨了20%，而投资组合获得了21%或23%的收益，这样你就算赢了。

为什么这么小的差距也代表了很不错的结果呢？我们换一个角度来看。如果你的基准上涨了20%，而投资组合收益率达到了40%，你可能会感到非常兴奋，认为自己是个天才。（请警惕费用的累加、过度自信和后见之明偏误！）然而，如果你之前就认定自己会以20%的优势跑赢市场，你应该问问自己："我要是错了怎么办？"然后回答：如果你真的错了，你也有可能落后于市场20%。如果基准上涨了20%，而你这一年没什么收益，你就不会认为自己聪明了。

要记住第3章提出的良好的行为管理机制：如果你无法接受自己落后于市场某一个幅度以上，就不要企图以这样的幅度超越自己的标准。为什么呢？因为你有可能，也将会犯错误，而且不止一次！如果你一年中做出的错误决定多于正确的决定，你将很有可能落后市场。这不是什么大问题，你也应该做好这个心理准备。它不会长期对你造成伤害，前提是你要学会利用基准去控制风险。

如果你以30%的幅度跑赢了市场，你可以为自己的好运气庆祝一下，但不要妄想这么好的运气会再次出现。对于实现长期目标来说，这个风险太大，你也应该弄清楚自己取得这样成绩的步骤和原因是什么，否则下次你可能就会在市场平均水平之下了。那些把赌注一次性全部下在一处的人出击的力度比一般人都要大，他们试图将收益最大化，反而将损失最大化了。没有人喜欢这个结果。

这就意味着，通常来说，如果你的基准下降了，你的投资组合也会下跌（我们稍后会讲到一种特殊情况）。如果基准在一年之内下降了10%，股票跌幅也相差无几，那么这一年你的表现还不错。你的基准只不过是下降了一点儿而已，这是正常情况，也是事实，对此你无能为力。

那么现在你应该开始考虑相对收益，而不是绝对收益了。如果你能很好地管理风险，未来你的收益就很可能比现在高。投资组合管理的全部内容就是控制风险，而不是一次又一次地全部下注。如果你承担了过多或者过少的风险，你就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现你正在不断地浪费自己实现长期目标的机会，速度快得让你来不及反应。

最大的风险

大多数投资者关注的风险都是短期内的波动性。然而，从长期来看，你作为投资者面临的最大风险却是基准风险。**基准风险**是指你与你选择的基准之间好的或者坏的差距。如果你为了长期获得接近市场平均水平的收益而选择了一个完全由股票构成的基准，但认为自己在大部分时间里持有大量的现金和债券既安全又谨慎，这个基准风险就相当大了，对你的长期目标也有很大的潜在破坏性。它与你考虑的波动性风险不一样。你现在的想法是，从长期来看，股票的收益会低于现金交易和债券，这似乎很超前，实际上已经过时了。

假设你为了给退休后的生活攒出足够的生活费，现在必须实现高达8%的年收益率（当然，是在以后很多年都如此），但你长期持有大量的现金和债券，你的真实年收益只有4%~5%。短期波动性可能会给你带来较大损失，但更严重的问题是，由于你的基准风险过高，长期收益过低，你的退休生活费可能会减半。出于这个考虑，真正优秀的投资者会培养自己逐步适应正常波动性。（没错，波动性是正常的。）

基准风险不只对股票与债券之间的关系有效。如果你的基准过于集中在某一类型的投资产品上，你就已经在承受基准风险了。以在科技股泡沫破灭时倾家荡产的投资者为例。如果在1999年你的基准中包含了30%的科技股（大约与当时的标准普尔500指数一致），而你像很多其他的投资者一样将投资组合中的科技股份额增加到了50%或60%（甚至是80%或90%），你就承担了相当大的基准风险。由于科技股的份额过大，当科技板块的泡沫破灭时，你的投资组合也一跌到底。有相当多的投资者亲身经历了这场灾难，但他们却不知道自己损失惨重的原因是什么。到底是什么呢？当然是没能控制住基准风险了！如果你之前留意了这种风险，你早就会预测到类似于科技股崩盘的风险将对你造成的影响，一定会的！

每当投资者因为股市泡沫而受到重创时，他们一定会寻找替罪羊。这是他们的自然反应！他们会指责贪婪的银行家、愚蠢的中央银行决策者，以及不长脑子的政客们。也许他们当中的部分或者所有人犯了错，也许不是这样，然而没有任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何人应该为你的投资组合负责。有的人让自己的投资组合出了问题，却没有采取防范措施，导致问题越来越严重，他们首先应该指责的是自己，是他们的过度自信导致自己承担了非常大的基准风险。

过度自信也可能从另一个角度产生基准风险。在投资组合中某一板块的股票数量过少，或者完全没有构成基准的板块的股票给投资者带来了损害，与将所有资金投到一只股票上的结果是一样的。有的投资者在 1995 年声称自己对科技板块一窍不通，因而永远都不会购买科技股，他们就是这种类型的人。科技板块没那么难理解。从那时起的 5 年，科技股业绩非常好，从未购买科技股的人损失也比较大。做出这样的决定，也就表明自己永远也不会接触在这个世界上份额很大、花一点点精力就能弄清楚的东西，这就像是在说："我无法理解女人，所以我永远都不会跟女人来往。"这个决定太愚蠢了！它的基准风险和机会成本也是相当大的。

投资者过多或过少地持有某一个板块的股，是因为他们没有思考第三个问题。他们过度自信（可能还有其他问题），因而看不清楚自己的投资决定可能是错误的这个事实。2000 年我就依据第三个问题带给我的启示保留了一小部分科技股，我当时还确定自己掌握了一些别人不知道的信息，也就是可能导致科技股崩盘的原因。我做好了下注的准备，但我不想把赌注下得过大，因为我知道自己可能会犯错。

如果你违背基准做了一场大的投资交易，结果决策失误，那你就无法获得本应得到的收益了。在 2000 年过度增持科技股的投资者犯了错误并付出了代价，到了 2003 年他们又因为害怕而逃离了科技板块，结果再次判断失误，只能用当时繁荣的股市中的其他股票去弥补。正因为投资者没有参照自己的基准进行投资，而且屡次决策错误，他们才有可能会落后于市场。如果落后的幅度过大，弥补起来也很困难。不过补救的方法非常简单，如果你不了解任何内部消息，只要遵照基准做决定就可以了。要学会顺从基准！如果你认为自己知道了别人不知道的信息，可以把它作为投资依据，但不要投入太多，因为你仍然有可能是错的，这种情况很常见。

有且仅有一种情况，在我看来是值得我们冒巨大的风险去严重偏离基准的，但我们还没有为此做好准备。现在你需要熟练运用本书的三个问题，我们将在第 8 章具体探讨如何更准确地判断出真正的熊市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能还不明白，如何才能与基准保持一致，以及如何才能看清它的结构。所有主要的股票指数都有自己的网站，在相应的网站上，这些指数都被清晰地划分出不同的板块，以及每一个板块的权重。你甚至还可以找到你参考的指数的市盈率，这有助于你决定是否要倾向于价值型或成长型股票。你要让这些数据来指导你，而不是被远古时代的思维习惯遗留在你大脑中的过度自信牵着鼻子走。你可以从这些权重值出发，依据你掌握的别人不知道的信息做出决策。尽量在所有的板块上都投入一些，如果在有的板块你无法投资，你可以顺从自己的基准。这些基准都是很有效的路线图，有助于你实现长期股票收益。

跑赢市场很难，但可以实现

我们来跑赢市场怎么样？这是有可能实现的，但并不容易。然而更重要的一点是，它不用凭运气也可以实现。有一些专家和学者试图让你相信市场的效率有多高，如果你某一次超过了它，以后就不会有这样的好运气了。他们还会告诉你，基金经理比尔·米勒、债券天王比尔·格罗斯和投资专家彼得·林奇只不过一直都有好运气。这个说法太荒唐了！那么这些成功人士有什么共同点呢？他们都掌握着内部消息。

如果你能利用本书的三个问题找到别人不知道的信息，你就有机会提高成功的概率了。具体应该怎样做呢？答案就是承担一定的基准风险。如果你做出了正确的投资决策，你就会跑赢市场，但即使你决策错误，也不至于输得太惨。你不需要每一次都是正确的，而且也不太可能。你只需要保证正确的决策多于错误的决策，只要赌注下得不太大就可以了。

记住你在第3章学到的内容：如果你看涨某一个板块的行情，而且在你的基准中这个板块上涨了10%，你就可以考虑用13%或15%的股票资金来购买这个板块的股票。如果在思考过本书三个问题之后你认定自己掌握了一些独家信息（但注意不要过度自信），你就可以将这一板块增持到20%。如果你的判断是正确的，你就会获得更多的额外收益；但即使你错了，也不会蒙受太大的损失。反过来也是一样：如果你认为一个板块毫无价值，同时它在基准中的份额占到了10%，那请不要大幅减持该板块的股票，而是逐渐将这些股票在投资组合中的比例降低到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%、7%或8%，这样一来，如果你的判断是正确的，那你在一个低迷的行业中的损失并不算大。如果你判断错误，这个板块成了今年业绩最高的，你也能多少获得一些回报。

每一年你可能会做出大量的决策，而每一个决策都有可能让你花钱。是买更多的国外公司股票还是美国公司股票呢？价值型股票还是成长型股票？小盘股还是大盘股？医疗股还是科技股，抑或是能源股、原材料股、电信股、实业股……？是要投资一个行业还是一个子行业？提问可以无限进行下去。你需要决定何时、何地、采用何种方法来相对地增加或者减少某一个板块在基准中的权重（要不断地思考你相对于其他人的优势在哪里）。你不需要听受过专业教育的人介绍每一个板块的特点。你不知道如何分析电信板块吗？如果你没有任何内部消息，那你只需要参照基准进行投资。假设电信股占基准的8%，那你需要把投资组合的8%分出来让给电信股，而为了实现投资组合的多样化，你可以将这8%分给不同的电信公司，或者购买电信公司的交易所交易基金。就是这么简单。

跑赢市场的秘诀就是：在长期投资的过程中，要保证正确的决策多于错误的决策。沃伦·巴菲特曾经说过，你在这一场比赛中可以期待一次很棒的投球——一只球飞向你，而只有你知道它有什么特点。

如果坚持以基准为参考，跑赢市场就不像很多人想象的那样是一个难以完成的任务了。但即使你对本书三个问题已经熟记于心了，你仍然无法保证自己每年都能跑赢市场。有很多时候，我会由于决策错误而连续几年落后于市场，但通过控制基准风险，我落后的幅度并不大，而且以后也可以把这些损失追回来。很多人长时间受到损失（包括大多数投资专家）的原因在于，他们没有依据自己掌握的内部消息做投资决策，或者没有利用基准来控制风险，因此充满风险的投资决策可能会给他们造成重创。

一些人声称他们有自己的基准，而且每年都会检验标准普尔500指数的运行状况。但这些人往往都追求收益最大化，而不是想办法赢过基准。他们没有立足长远，持续地管理基准风险，而只是通过基准收益率来判断自己的表现是好是坏——但表现好坏与否都已经是既成事实了。即使关注相对收益的投资者也经常会错误地使用基准。如果你把他们的投资组合与基准的构成进行比较，就会发现他们对自己喜欢的股票持有份额非常大，而对自己“不理解”或者“不喜欢”的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

板块则几乎没有涉足。这就解释了选择一个合适的全球基准为什么是非常有效的资本市场技巧。不管别人对它的使用情况如何，它对你来说永远不会失效。

现在你已经了解了投资最重要的三个问题，可以利用它们来开发预测工具并约束自己的行为了。你可以更加广泛地应用这三个问题，并寻找方法去了解别人不知道的信息。换句话说，你已经有能力跑赢市场了。请继续阅读本书！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第5章
到底是不是空无一物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我祖父和斯泰因的经验

本章会举更多的例子来证明如何使用第一个问题来找出“每一个人”都知道，但没有人愿意去检验的迷思。但首先，请允许我先跑个题，讲讲我的个人经历。

跟很多人的经历一样，在我小时候，我的祖父阿瑟对我的影响非常大。我的外公在我出生以前就过世了。我的祖父，我从很小的时候起就一直把他当作榜样，他也特别疼爱我。我 8 岁那年他去世了，之前我们一直都是很好的玩伴。我至今仍然随身带着他的照片，他就是我的英雄。我曾经想像他一样做一名医生，仅仅因为我崇拜他，没有别的原因。我后来才发现我对行医一点儿兴趣都没有，尤其害怕看到血。当然，我很尊敬医生这个职业，我只是自己不想做医生而已。

我的祖父做了一件非常酷的事。他曾经是约翰·霍普金斯大学医学院第三届毕业生，并于 1900 年成为医学博士。也就是说，他在约翰·霍普金斯大学的第一批学生毕业之前，早在该大学出名之前就在那里上学了。他是一名先驱者，在别人开始理解之前就在做一件事——虽然在内容上与比尔·盖茨创办微软公司完全不同，但在理念上十分相似。毕竟，在比尔·盖茨创办微软公司之前，计算机和软件就已经存在了。盖茨只是以一个先驱者的眼光改变了每一件事，但约翰·霍普金斯医学院变革了医学领域。

以任何标准来评判，霍普金斯医学院都是美国第一所现代化的医学院。它具有很强的开创性，在很多领域都实现了突破。例如，它提供了我们今天所说的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医科职业教育，当时其他的医学院还没有做到这一点。（我的祖父此前在加州大学伯克利分校获得了化学专业本科学位。）霍普金斯也是第一家强调实习重要性的大学，主张实地参与医务工作，接受经验丰富的医师的指导——重视有指导的实际工作经验。要知道，在那个时候，大多数获得从医资格的医生还没有任何从医经验。

此外，霍普金斯医学院成立之时起就招收女学生，这个惯例一直延续下来了——这在当时还很少见。此后的几十年，霍普金斯成了美国现代医学院的代表。在它成立之前，渴望成为优秀医生的美国人都是去欧洲接受教育的。甚至在它成立以后的一段时间，美国人也都在国外接受医学教育。我的祖父在欧洲做了博士后，在那里学到了骨科的专业技能（那个年代还没有多少骨科专家）。但霍普金斯是早期美国医学院的标杆，它证明了如何将开创先进的医学技术与传统的医疗手段结合在一起。

即使不是由霍普金斯首创的东西，霍普金斯也能将它发扬光大。例如，洛克菲勒大学建立于 1901 年，它的前身是洛克菲勒医学研究所，在医学领域也有较大的影响。约翰 · 洛克菲勒凭借着远见卓识出资兴办了这所大学，而传奇人物威廉 · 韦尔奇（霍普金斯医学院的创立者之一）在巴尔的摩为洛克菲勒大学的建立提供了指导。有了别人的建议，加上自己的观察，洛克菲勒意识到韦尔奇是最合适的人选。我的祖父当时（1900~1902 年）就在巴尔的摩的霍普金斯医学院，在韦尔奇的指导下从事博士后研究。当时由于韦尔奇正忙于成立洛克菲勒研究所，是洛克菲勒本人对我的祖父提供了资助。我现在还保存着韦尔奇当时亲手写的推荐信呢，我视之如珍宝。我的祖父可是第一个获得了由洛克菲勒提供的医学奖学金的人！霍普金斯医学院的档案馆里至今还收藏着他当时撰写的研究文稿，都是手写的。霍普金斯医学院正是 20 世纪初美国医学兴起的催化剂。

在 20 世纪 50 年代，我对我的祖父崇敬有加，但我当时还不知道他是早期带动美国市场转型的核心人物。在经历了一系列的资本市场科技转型之后，我意识到霍普金斯医学院是美国科技发展的领军者，它将现代科技与传统手艺相结合，打破了人们的传统观念。

我讲这些的意义何在呢？当年我祖父的一位同学，霍普金斯医学院最早招收的女性学生之一后来退学，成了国际知名的文学家，她就是格特鲁德 · 斯泰因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她有德国犹太人血统，与我的祖父一样在年轻时不太喜欢科学。（我父亲这边也有德国血统，他的先人有的来自德国的布滕海姆，与李维斯品牌的创始人列维·施特劳斯来自同一个地方。事实上我的曾祖父菲利普·费雪在1906年退休之前曾是施特劳斯的主管会计。）斯泰因和我祖父一样都出生在美国，她在加州的奥克兰市长大。在他们那个年代，美国的犹太人非常喜欢并善于交际。我的祖父进入霍普金斯医学院一年以后，这两个都来自加州湾区并在一个女性很少的学院里学习的同学，自然而然结识了对方，并有所接触。

我们从斯泰因身上可以学到几件事。我第一次听说她的时候，我还不知道我的祖父认识她，还跟她是同学。我只知道她写过一句关于加州奥克兰湾区东岸（我成长的地方）的脍炙人口的诗："那里空无一物。"这是一句非常消极的话，可能是她最有名的诗句了，一针见血地指出了她眼中奥克兰缺乏本质、空虚的状态。从1902年开始，她非常努力地将自己当时与年轻时在奥克兰的平民生活区分开。当然，那里还是有一些东西值得怀念的。但她所说的"空无一物"其实也是本书所讲的第一个问题在文学上的反映。她问出了正确的问题，却得到了错误的答案。那里到底是不是空无一物呢？到底有没有什么值得关注的问题？对于任何事情，你们都可以这样思考。这也是我从斯泰因的诗句中总结出的投资道理。

很少有人知道，斯泰因的父亲非常富有。她在霍普金斯医学院的学业以及之后的文学事业实际上都是由她父亲资助的。她自父亲去世以后就不再过问世事。幸运的是，她的哥哥迈克尔非常体贴，他是一个优秀的投资者，对斯泰因非常关照，不断予以资助，保证她能够继续过着养尊处优的艺术家的生活。到了晚年，她的作品开始受到人们的关注，给她带来了收入——尤其是她最出名的作品《艾丽斯自传》。我想从斯泰因的一生中总结出10点投资经验，但我最多只能找出6点。我真对不起我的祖父！

从斯泰因的人生中总结出的6点投资经验

第一，有一个富有的父亲和巨额遗产是一个很大的优势，斯泰因一生都从中受益。和一个有钱人结婚也是不错的选择。但如果这几样你至少占了一项，你根本不需要读本书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，如果你有一个像斯泰因的哥哥那样的兄弟姐妹，在投资方面很成功，关键是非常值得你信任，而且愿意承担你一辈子的生活费，那么不管你做了多愚蠢或丢脸的事，你也没必要读我的书。你读到这里已经浪费了不少时间了。如果你愿意，你可以去法国疯狂购物，没人会阻拦你。

第三，斯泰因可以从本书的第三个问题中获益。不要受你的大脑诱导做出一些傻事。她在霍普金斯医学院经历重大转型的时候退学，自己未能参与其中，也一点儿都不了解。她的大脑究竟怎样误导了她呢？创建了霍普金斯医学院的人其实比她在 20 世纪初期结识的巴黎艺术家要前卫得多，她却以一种倒退的眼光来看待生活的变化。然而很多投资者也会犯同样的错误，只因为他们没有好好地思考第三个问题。霍普金斯医学院的学生救死扶伤，彻底改变了现代医学和现代生活（我们在后面讨论禽流感的时候还会进一步讲到这一点），这比斯泰因的艺术家朋友做的事更有意义。（海明威除外，我得承认他很与众不同。但他最终因酗酒害自己丧命，这让我对他的印象大打折扣。）

第四，如果你开始做一件事，一定要把它做完。为什么要半途而废呢？如果你还有课没有上完，千万不要退学。只有比尔 · 盖茨和迈克尔 · 戴尔可以退学，但你不是盖茨，也不是戴尔，否则你们就不会读我的书了。如果斯泰因在霍普金斯医学院一直读到毕业，她就会接触到她的艺术圈子当中无法理解却又推动着世界变革的一些东西。了解资本市场、开发资本市场技巧，需要很长的时间。不要在一年级或二年级就退学，因为你了解的东西还不够多。现在你只读了本书的一半，请继续把它读完。如果你想中途放弃，之后也还有机会，就像斯泰因那样。

第五，在研究股票市场时，要记住斯泰因未能理解的东西：科学远远比艺术更重要。人们常常说："市场是由科学和艺术这两部分组成的。"你可以把资本市场理解为一门科学。市场实际上是由科学和错误这两部分组成的，你要不断地去探索从未得到开发的领域，并接受自己可能会犯错的事实。假设 1900 年你就读于霍普金斯医学院，你的目标是帮助别人寻找从未有人知道的东西。给你带来利益的是别人不知道的信息，而不是你写的科幻小说。如果你想从事艺术，你可以去巴黎成为一名艺术家。但如果你想参与市场活动，你还是要学习资本市场的科学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯泰因教给我们的最重要的经验

第六，那里到底是不是空无一物呢？这是本书第一个问题的另一种说法。有谁能想到，在我成为资金管理人之前很久，斯泰因就已经以另一种方式提出了第一个问题，使它在全世界广为流传呢？

跳过奥克兰，我们来谈谈禽流感

我不是社会学或者文学问题专家，也不是艺术家，所以我不太理解斯泰因笔下的奥克兰。对我来说，奥克兰是一个真实的城市，与美国任何其他城市几乎同质。美国是世界上最酷的国家。如果你无法理解这一点，你就不能体会资本主义的善良、高贵和宽容。通过建设性的毁灭，美国的资本主义为人类进步做出了无可匹敌的贡献。没有哪个国家像美国一样毫不动摇地践行资本主义，所以如果说奥克兰是美国城市的杰出代表，那它就有着强大的力量。

但我在思考本书第一个问题方面非常专业，任何事都不如这个有意义。例如，我在 2006 年刚开始撰写本书的时候，很多人对禽流感问题还非常担忧。一些人是出于健康的考虑，另一些人是出于对股市的担心。后者害怕一场大范围的禽流感会导致股市崩盘。到了 2012 年，你应该已经不记得当时这种恐慌情绪多么强烈和普遍了，但在 2006 年，媒体几乎天天都在报道这个问题，各路专家也对此众说纷纭。

在那样的形势下，如果我面对一大群人，我通常会问他们有没有感到慌乱。往往大多数人会说感到慌乱。接下来，我会告诉大家，对于这种热点问题人们大可不必担心，因为市场会对所有已知信息进行处理，任何类似的广泛传播的信息几乎已经完全被市场定价了。我又问他们是否已经担忧了很长时间了，他们又一致点头。我在第 2 章里讲过，旧的消息相对于新消息对市场来说没什么实质性的影响，因为旧消息被市场接受的程度更高。

一些人提出了异议，认为我的想法在金融领域还可以接受，但在非金融领域发生的大事，例如很多人死于禽流感让幸存者产生了极大的恐惧——在这种条件下，我的理论似乎就没什么作用了。

于是，我给他们举了两个例子。第一个例子他们接受起来很轻松：如果禽流感没有演变成一场大的流行病呢？他们都认为这样就没什么好担心的了，这反倒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是好事。正如“千年虫”问题也曾经造成了长期广泛的恐慌，而之后股市却大幅上涨一样。因此，在事件发生之前人们就开始产生担忧，这意味着如果市场不认为这是什么大事儿，人们的情绪（以及需求）会有所缓解，导致股市上涨。在这一点上，没有人持反对意见。

我又举了第二个例子。我问道：我们之前经历过大规模的流行病吗？如果有的话，那是在哪儿、什么时候，对当时的股市产生了怎样的影响？在那之后股市又朝哪个方向发展了？从某种意义上说，斯泰因也是一位科学家。她知道如何回答上述问题。归根结底，这些只是一个简单明了的问题：“那里到底是不是空无一物？”很多人都想不到这个层面，但是你可以。

最能说明问题的案例就是 1918 年在全球爆发的流感。如果你没听说过这场惨绝人寰的灾难，我建议你读一读约翰 · M · 巴里的作品《大流感》。这本书详细描述了那场瘟疫，而且浅显易懂。它甚至对之后的几次禽流感期间人们的担忧情绪进行了评论。真是一本好书！我在这里就不赘述那一场灾难的细节了。简单地说，当时全球人口远远比现在少，而一场瘟疫在短短的 24 个月之内就夺去了 1 亿多条生命——几乎摧毁了整个西方世界。这场流感看上去似乎是在“一战”最惨烈的时候从美国中心地带开始流行开来的。当时受战争的影响，全世界都没有任何对抗它的准备。如果你读了巴里的书，你会发现霍普金斯医学院在这场流感中做出了不可磨灭的贡献。书中具体地讲到，在那个年代，只有霍普金斯医学院培养出来的医生才有能力对抗这场灾难。你还能读到威廉 · 韦尔奇、约翰 · 洛克菲勒和很多其他人的故事，但其中就是没有提到格特鲁德 · 斯泰因。

有关股市的情况，你可以试着自己思考一下：“那里到底有没有什么值得关注的？”到底发生了什么呢？在整个 1918 年，除了几次小幅回落（这是很正常的，你也应该能想到），股市的业绩惊人。到了 1919 年，大流感持续蔓延，股市也达到了顶峰。在全球性的流感期间或者以后，股市有没有经历大幅下跌呢？完全没有！根本没什么值得担忧的。市场在大规模流行病期间往往表现很好。

说实话，在 1917 年战争陷入胶着之时，股市的涨势非常好，因此在流感发生的时候，人们的担忧也没有那么强烈。毕竟，流感直接威胁的是人的生命，而不是股市，与人们的担忧相比，它本身不会成为市场的定价因素，因此根本没什么好紧张的。现在，我们换个角度来学习一下斯泰因的法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题的核心：石油与股票

作为投资者，我们似乎总是不自觉地在不存在因果关系的地方创造出因果关系，为错误的投资“真理”找借口。远古时代遗留下来的思维习惯促使我们在没有秩序的世界中创建秩序，挖掘数据来支撑我们的偏见，忽略跟我们的想法相冲突的事实，还犯一些其他的认知性错误。遗憾的是，这种将两个毫不相关的东西生硬地放在一起，并自欺欺人地说它们之间存在因果关系的行为似乎没有停下来的迹象。这就是我们为什么需要思考本书第一个问题。

记住，思考第一个问题的目的在于验证你做决策时参考的因素。如果通过第一个问题，你发现一个迷思是毫无根据的，那你不仅能避免错误投资，还得到了进行下一次投资的依据。如果其他人都无一例外地认定某个因素决定了股市的涨跌，而你有证据证明这种关联不存在，那你就可以反向下注，获胜的概率会很高。最后你会发现，人们期待的结果通常不会发生。

高油价是一个非常不错的例子，它常常会导致公众的恐慌。投资者认为，油价升高对股市来说不是件好事。没有人对此持反对意见：如果油价持续升高，股票一定会下跌。电视新闻经常发布这种消息，因此这里用第一个问题来分析正合适。

石油影响人们的悲喜，这个问题已经不新鲜了，每隔几年它都会发挥一次作用。在美国，20 世纪 70 年代的迪斯科、吉米 · 卡特总统和石油禁运，80 年代的权力套装（power suits）、电影《华尔街》演员查理 · 辛和石油危机，以及 90 年代以来美国参与的几次战争都跟石油有关。在这几次战争中，有人说美国的唯一目标就是从美索不达米亚平原国家的性情乖戾但绝无恶意的（现在他们的说法变成了已经被美国“解决掉的”）专制领导者手里偷取石油。我个人无法接受这种说法。如果美国真的想偷石油，会侵入加拿大和墨西哥。加拿大的石油和石油产品是沙特阿拉伯的两倍，墨西哥和沙特阿拉伯经常轮流坐上世界第二大石油储量国的宝座。

我们先抛开美国的偷油史不谈，石油在造成投资者恐慌的所有因素中排名非常靠前。人们最大的担忧是这种商品的存储量非常有限，而我们的生活又离不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开它。媒体经常警告我们：未来若干年石油资源就会枯竭。但是让加州大学伯克利分校（离斯泰因的家乡不远）的所有人感到懊恼的是，石油似乎永远不会枯竭——至少在短期内不会。

石油的确是有限的资源，但是我们总能开发出新的油气田。让很多人感到沮丧的是，我们目前拥有的可开发石油储量比20世纪70年代还多。没错，人们一直在说石油资源要枯竭了。新的资源不是凭空出现的，而是石油公司通过革新科技、不断探索新的方法发掘出来的。我们还能找到新的油田吗？能！我们会面临石油枯竭的问题吗？不会，至少你这辈子不会看见了。

我们只是不知道而已

你可能不相信我，但我们目前没有任何途径去了解石油的总供应量是多少，以后也不会知道。石油公司开采石油的工作永无止境，因为一旦它们发现了一处特别大的油田，开采工作就不需要太高的成本了。而且除了它们以外，没有任何人能亲自开发油田。过去几十年，石油公司开展了大量的开采工作，以后还会持续。每一代人都以为自己没什么可开采的了，结果最后会开采出更多。一旦价格高到一定程度，同时石油储量低到一定程度，石油公司就会开始继续勘探并且能够找到更多的石油资源。它们还在不断探索更清洁、更节省成本的新方法，以获得以前开采不到的石油资源，未来的石油开采方法会越来越先进。在这一切发生之前，没有人会想到人类能走到今天这一步。地球上到底有多少石油？没有人知道。我们可以猜测大概有多少，但也只是猜测而已，猜测的结果没有任何意义。

从供给的角度来说，真正的问题不在于石油的存储量，而在于炼油厂缺油。强烈反对在当地开办具有污染和危险性项目的美国议员证实，1976年以来在美国本土建立的炼油厂已经没有原材料了，而且即使石油能够无限供应，炼油厂的产能也无法满足需求。只要有意外情况发生，例如佛罗里达州海岸地区遭受自然灾害、对炼油厂产能造成重创，或者类似于2011年的中东地区人民起义，就会导致石油价格升高。随着美国国内炼油厂数量的增加，我们可以更灵活地应对全国性的自然灾害、战争、政客的愚蠢决定和其他影响供给的因素。

宿命论者认为，不管我们多努力，最终都逃脱不了石油资源枯竭的命运。很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然，他们是错误的。短期内，他们的观点无法得到验证；而从长期来看，这个结果迟早会出现。那些担心石油会被用光的人也许没有上过经济学的基础课程，对供给和需求的基本知识不够了解。石油是一种可以自由交易的开放市场商品。世界上决定油价的因素只有两个：供给和需求。不是美国总统，不是石油公司，也不是公司领导层，而是供给和需求。

我们选举出来的官员们似乎并不相信供给和需求会决定石油价格，所以他们企图人为地通过税收手段提高油价，以“解决”我们“石油成瘾的问题”。只有愚蠢的人才会想出这样的笨方法。通常，随着供给量的减少和需求的持续增加，油价会上涨。我们不需要税收、法规或者任何手段来提高油价。原因并不在于石油公司的贪婪本性，而是因为这是自由市场的发展规律。

从长期来看，如果官员们不过分干预市场活动，市场还会把需求下降作为影响定价的因素。只有出现了替代能源来缓解供给压力，或者需求下降，油价才会停止上涨。你某一天走到油井前惊讶地发现石油已经被开采光了——这种情况绝对不会出现。石油价格虽然越来越高，但我相信总有一天我们的汽车会由一种新的替代能源来驱动。这种能源是什么，我现在还不清楚，但早晚会有的。它有可能是氢气、太阳能，或者核能。但要记住，最早的蒸汽机的发明者一定不会想到沃尔沃汽车会通过汽油获得动力，所以你也想象不出下一个新能源会是什么。

需求永远是创新的动力。这一点很对！我们永远也不可能在用光世界上最后一桶石油的时候说“真怀念世界上还有石油的日子”，然后集体披上破麻袋到野外谋生。也许到了2110年，那时候的人们看待天然气驱动的SUV（运动型多用途汽车）的眼光就像我们现在看蒸汽机的眼光一样。

隐藏在石油问题背后的问题是，人们认为，高油价此时此刻正对经济和股市造成直接影响。这种担忧是毫无根据的，很容易反驳。油价上涨有时会伴随着股价的走高或者走低，但现有的事实证明，前者不是后者的直接原因。

人们还常常错误地以为油价升高会导致通货膨胀、经济停滞甚至更严重的问题。但别忘了思考第三个问题：在20世纪70年代后期，高油价造成了通货膨胀和经济停滞吗？回忆一下，在1979年，美国正经历一场与伊朗政权的较量，当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊朗由狂热的宗教极端主义者领导。受到了“大撒旦”①的侮辱——也许是事实，也许是他们想象出来的，很有可能是后者——伊朗学生扣押了66名美国公民作为人质，其中有52人被扣押了444天。这一事件导致美国对伊朗实施了长达10年的制裁，以及欧佩克针对伊朗实施石油禁运，推动了汽油价格的上涨。那时人们在加油站前排起了长龙，加油站甚至开始实行定量供应。

如果伊朗问题让你联想到了类似的事件，先把这些因素放在一边，回忆一下在20世纪70年代的大部分时间里，也许一些针对通货膨胀的非常糟糕的货币政策也与股市的惨跌有关。由于美国和其他国家无限制地印钞票，导致通货膨胀压力不断显现，使本来就已经没什么活力的美国经济雪上加霜，物价（包括油价）、长期利率和失业率等飙升。美国经济不景气的年份大都与政府工作不力有关。高油价没有导致上面提到的任何问题，反而是这些问题促成了油价升高。要分清因果关系中的因与果，这一点很重要。

美国科罗拉多州、加拿大和中国的共同点

我们来思考本书第一个问题：高油价真的有这么大的坏处吗？首先，我们来想想有没有与经济无关的原因。真的有！我们来研究一下北美洲的繁荣。在美国的科罗拉多州、犹他州、怀俄明州和北达科他州以及加拿大，地下的页岩和油砂中存储有大量的石油和天然气，相当于沙特阿拉伯已知储量的很多倍。开发这些石油和天然气只是资金问题。但如果这些资源真的被开采出来了，中东石油禁运造成的威胁就不会像我们所担心的那么严重。油价高到一定水平以后，北美的资源将开始得到开采。石油开采技术也会不断进步，所以最初开发一个新技术的成本可能比较高，但根据摩尔定律，随着技术应用的范围不断扩大，它的成本会越来越低——被开采出来的资源也是一样，因此石油资源的供应量也会增加。这是非常简单的经济学原理，但我不明白为什么理解它的人如此之少。

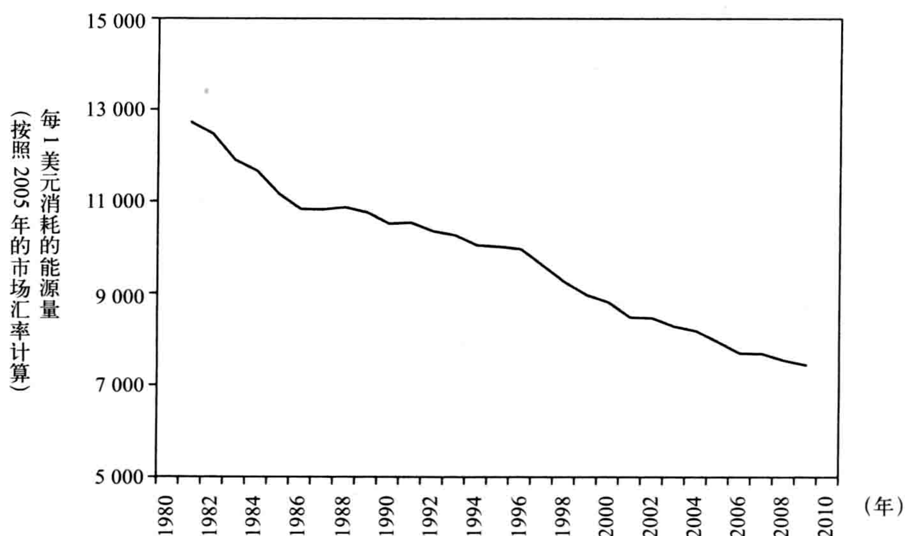
你可以做出自己的选择。你希望油价上涨还是下跌？除了临时造成供给量出现波动的个别因素，例如在佛罗里达州海岸发生的飓风，油价上涨主要是由经济发展带来的需求增加导致的——这种情况不只在美国出现，在其他国家，包括印

① “大撒旦”是伊朗对美国的蔑称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度和中国也是一样。最近几年油价上涨反映了全球经济的非健康增长。但美国人都担心中国未来的经济增长对美国的能源需求和石油价格会产生影响，危及美国人的正常生活。中国的煤炭储量高于未来几十年其经济发展需要的资源总量。在中国，用煤来代替石油也只是资金问题。事实上，中国未来的能源需求更多地偏向煤炭，而不是石油，这些都是显而易见的原因。

除非我们新发现了一处非常大的油田，或者开发了很先进的技术，否则我们只能期待油价在一段时间内保持不变，或者上涨。油价偶尔会突然上升，但正常的时候，油价升高不至于对我们造成太大的伤害。首先，不管别人是怎么告诉你的，我想说我们现在对石油的依赖程度已经不如从前。图5–1显示，在过去30年里，对能源的需求稳步下降。



资料来源：美国能源信息管理局

图5–1　美国的能源强度

为什么呢？因为美国的GDP构成发生了极大的变化。信息技术和金融这两个比较大的领域，比制造业和农业的能源需求量小得多，而后者占GDP的比重有所减轻。这意味着与20世纪70年代相比，美国人挣的每一美元都更加高效和节能。如果能源价格居高不下，甚至继续上涨，美国人还可以进一步提高效率——未来的经济增长会使石油的地位越来越不重要，因为增长速度最快的是非能源密集型行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信市场，不要相信我

投资者最担心的问题是油价与股价成反比。人们普遍认为，油价升高会导致股价下跌，反之亦然。他们害怕石油战争、供给减少、环境破坏或者他们的邻居开了一辆非常耗油的大型SUV，认定所有这些问题都将导致油价升高、股价下跌。没人愿意看到这个结果。很多人都支持这个观点，你经常可以看到这样的新闻头条："油价对股价的影响"、"油价升高伴随股价下跌"等。你去谷歌页面上搜索一下，能找到很多陈述油价和股价之间呈反比关系的文章。

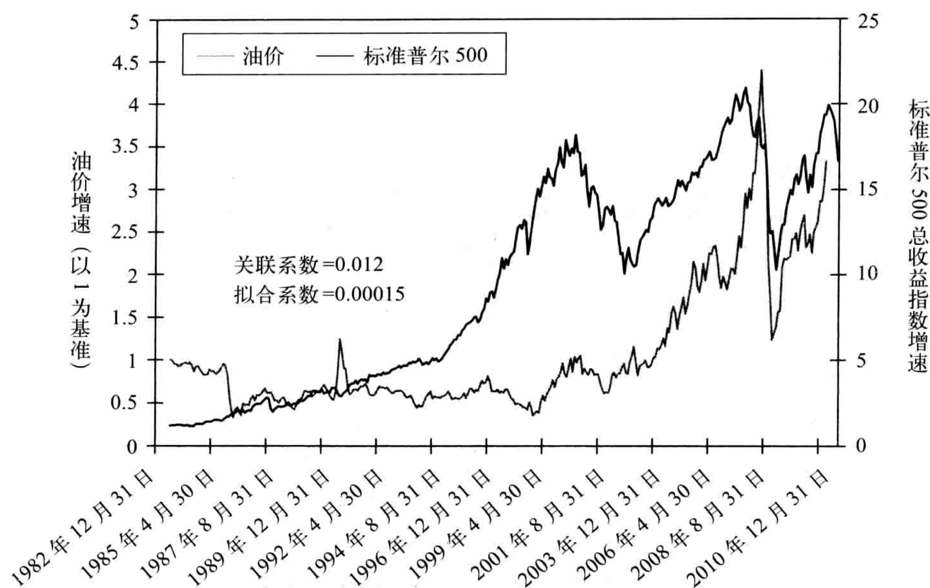
这似乎已经成了基本常识。石油价格的升高导致天然气价格的升高，这意味着人们对其他东西的购买力下降了，如便利店小商品、机票和地铁票等。相应的公司也会遭受损失，因为人们固执地过着无比节俭的生活，宁愿穿着破袜子也不愿乘飞机去度假，所以这些公司的收入相应地下降，让股东感到紧张。人们继续节衣缩食。油价上涨，股价下跌——就是这样，所有人都知道。如果是斯泰因，她还会问是不是有什么值得关注的，但其他人都没有疑问。油价和股价之间真的成反比吗？油价的升高是否真的会造成股价下跌？两种价格始终存在，所以如果其中真有什么门道，我们可以找出来。

图 5–2 给出了相关数据，你也可以自行在雅虎网站的金融板块（或者其他网站）上下载标准普尔 500 指数的历史数据。你还可以在美国能源信息管理局（EIA）网站上找到历史油价。图 5–2 显示了 1982~2011 年间石油价格与标准普尔 500 指数的关系。你可以看到，整体上，除了两条曲线长期保持上升趋势之外，似乎并没有什么规律。但由于通货膨胀，任何商品价格从长期来看都趋于上涨，所以这没什么好奇怪的。

从非科学的角度讲，这张图似乎不能说明任何问题，就像第 1 章里的高市盈率分散点（参见图 1–2）一样。我们需要利用关联系数（参见附录一）来得到更有说服力的结果。如果两个变量同时上升或下降，而且幅度一致，那么两个变量的关联系数为 1。如果两个变量完全相反，一个上升而另一个下降，就像我们认为的油价和股价的关系一样，那么关联系数就接近 –1。关联系数越接近于 0，说明两个变量的关联度越低。

事实：油价和股价的关联系数为 0.012，说明两者几乎没有什么关联。要想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，标准普尔 500 总收益指数，1982 年 12 月 31 日~2011 年 9 月 30 日得克萨斯州西部的即时油价（单位：美元/桶）

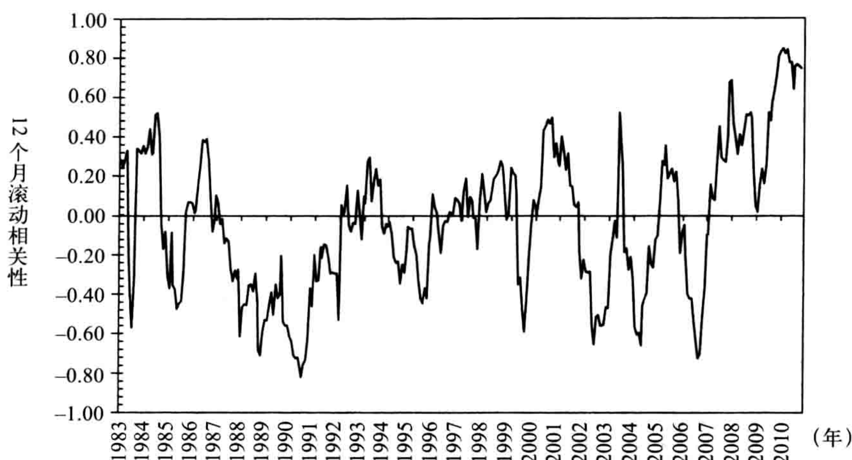
图 5–2 高油价对股市有害，真的吗？

了解两个变量如何相互影响，你可以参考附录一计算出拟合系数。（注意，拟合系数反映的是两个变量的**相关性**。）油价和股价的拟合系数为 0.00015，这说明只有 0.015% 的股价变动与油价的变动有关，仅此而已。下面提供了另一种方法帮助你了解油价和股价短期内剧烈变动的相互影响。图 5–3 显示了一年中每个月油价和标准普尔 500 指数的滚动相关性。

图 5–3 清楚地显示了关联度曲线的波峰和波谷。你可以看到在 20 世纪 90 年代初期，经历了 1990~1991 年的经济衰退以后，两者呈现负关联。而在 2009 年全球股市触底之后，油价和股价均有所上升，两者关联度升高。总体来说，这些波峰和波谷期都比较短暂，看不出油价和股价有任何关联。

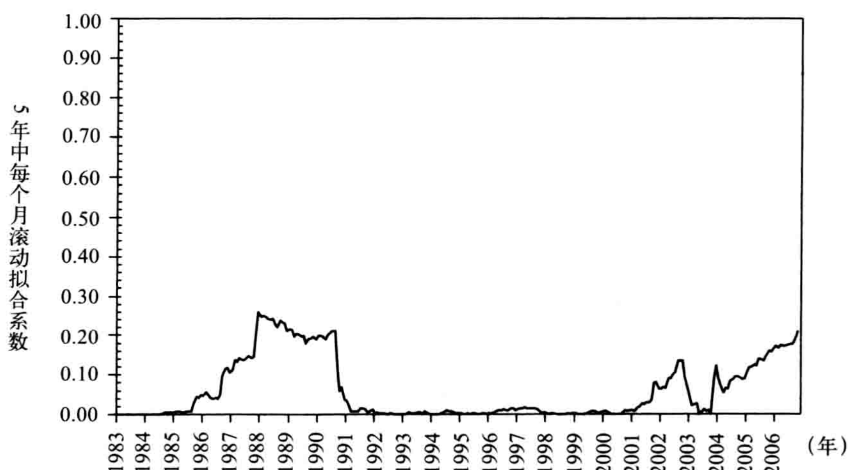
但你可以换个角度，通过 5 年滚动拟合系数来看两者的关系，弄清两个变量之间的相互影响有多大（参见图 5–4）。从 1992 年底到 1994 年初，股价变动的 20% 都与油价有关，这么高的比例是很少见的，但当时还没有人发现。其中有一个关键问题，我们都忽略掉了：在那以前，油价对股价还没有什么影响力，一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，标准普尔500总收益指数，1982年12月31日~2011年9月30日得克萨斯州西部的即时油价（美元/桶）

图 5–3 油价与标准普尔 500指数：一年中 12个月的滚动相关性



资料来源：全球金融数据公司，标准普尔500总收益指数，1982年12月31日~2011年9月30日得克萨斯州西部的即时油价（美元/桶）

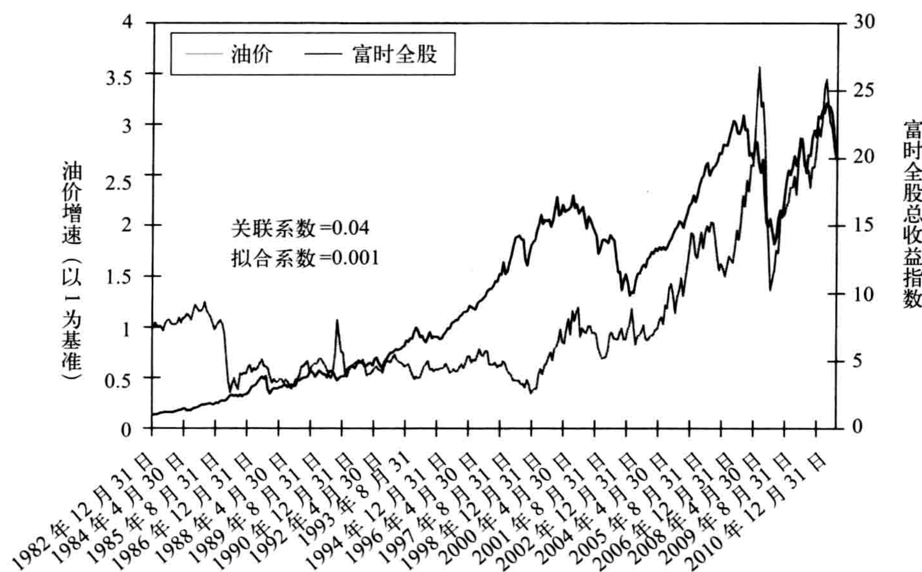
图 5–4 油价与标准普尔 500指数：5年中每个月的滚动拟合系数

儿都没有，但人们都以为两者有关系。只有你、我和斯泰因知道其中的奥秘。

现在知道了油价的变动对股价没什么影响，你可能很满意。但要记住，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国情况是这样，那在大多数其他国家一定也是一样，否则它就不是真实的了。有条件的话，你可以利用国外市场的情况来验证自己的结论。如果情况不符，那它很可能只是美国特有的现象（例如总统任职周期），或者只是一次偶然情况。斯泰因也会关注其他国家，虽然她还没有意识到美国是最适合她居住的地方。图 5–5 显示了英国的油价和股价的关系。



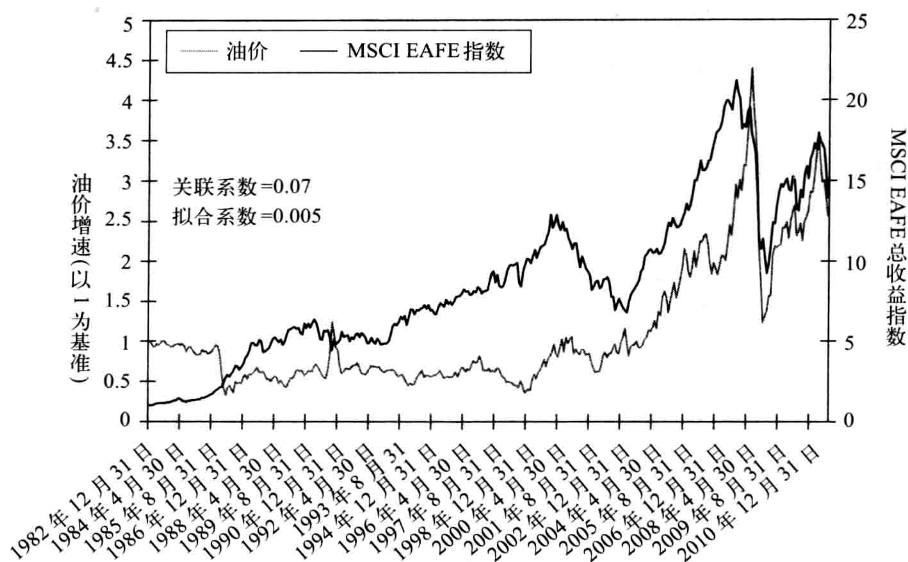
资料来源：全球金融数据公司，富时全股总收益指数，1982 年 12 月 31 日~2011 年 9 月 30 日得克萨斯州西部的即时油价（单位：美元/桶）

图 5–5　油价与富时全股指数

根据英国的情况，你也能得到相同的结果。关联系数是 0.04，拟合系数是 0.001。这说明英国的油价和股价几乎也没有什么相关性，是英国人对高油价的恐慌造成了股价下跌，与美国的情况一样。事实上，我的直觉告诉我，英国人比美国人更加担忧（我之后花了大量时间研究英国人的心态）。

在对比过油价与所有国家股指以后，我发现，从全球来看，油价对股价并无明显影响。在图 5–6 中，关联系数是 0.07，拟合系数为 0.005，这说明两者没有任何相互影响。但投资者不能也看不到两者之间没有任何关联，无论是正关联还是负关联，他们看不出其中的门道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，MSCI EAFE总收益指数，1982年12月31日~2011年9月30日得克萨斯州西部的即时油价（单位：美元/桶）

图5–6 油价与MSCI EAFE指数

我可以证明是证实偏差在作怪

上面提出了有力的证据，对“油价决定股价”这个流行的迷思进行了反驳。可为什么这个错误的观点仍然这么有说服力呢？这里就需要本书第三个问题发挥作用了。你的大脑正通过证实偏差和有效性错觉（illusion of validity）来误导你。我们的大脑常常把注意力放在常识和支持我们已有偏见的事情上，而忽略与我们的偏见产生冲突的事实。斯泰因一生都受证实偏差的困扰，因此她不管是在奥克兰还是在巴尔的摩的霍普金斯医学院，都始终认为巴黎人好于美国人，美国人太无聊。她只能看到自己想看到的东西，大多数人都跟她一样。你还记得自己什么时候看到过类似“油价上涨带动股价上涨”的新闻标题吗？你肯定不记得，因为这与你的常识不符。油价上涨时，股价上涨和下跌的概率各占一半，但我们的大脑不这么想，而各种媒体也不希望我们有这样的想法。我们往往只记得与我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏见一致的事实，把注意力都集中在了油价与股价走势相反的时间段。就算我写这本书告诉人们如何计算简单的关联度，也改变不了人类大脑的证实偏差。

如果出现了相反的情况，即油价和股价同时上涨或下降，投资者就会通过重新划定数据范围来为这种现象找借口。他们不会参考每天的油价和股价，而是人为地限定时间段，并狡辩说你不应该只看一天的数据——毕竟这是一个长期的问题，所以你应该看一周、一个季度或者一年，甚至比较极端的情况。（当然，他们是不会拿出充分的证据来证明的。）他们只能看到符合自己的偏见，以及对这个迷思提供支持的每日变化，而如果现实与偏见相冲突，他们就会要求参考更长的期限、不同的思考角度或者不同的标准了。他们把这两种毫不相干的东西硬凑在了一起。

有些人会说，油价上涨不会在当天就拉低股价，你必须允许时间上的延迟。他们虽然嘴上这样说，但并不采取实际行动去证明。我研究过了，不过没有在任何实质性的关联中发现时间延迟。我不相信时间延迟这种东西的存在（其他国家一定也没有）。不管选择多长时间的时间延迟，无论是 3 天、1 周、2.5 周、7 个月还是 9.82 个月，最终结果都一样。不管你人为地规定时间延迟的范围有多长，油价和股价的变动都没有必然的关联，不足以成为投资者做决策的依据。

“时间延迟”的观点只不过是数据挖掘、修改条件和证实偏差的一种产物，它证明了人类在犯认知性错误方面的超强能力。你可以挖掘任何自己想要的数据，但你无法证明油价和股价之间有可靠的关联。也许我错了，你最后真的证明出来了——你比我有能力、比我聪明，我接受这个现实。如果你找到了，别忘了告诉我。但我仍然坚持自己的观点。我相信本书的很多读者只是在心里想我是错的，却永远也不会用实际行动去证明。

上面谈到的这个迷思不需要很昂贵的工具或者复杂的公式就可以轻松地反驳。要记住，如果你必须通过复杂的分析过程来支撑自己的假设，那你的假设有可能是错误的。下面我提供了进一步的证明。

小测验

如果需要我为缓解人们对油价的紧张情绪提供意见，我会要求每一位投资者做一个小测验，并保证至少有 3 道题回答正确：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 原油，为汽车提供动力的汽油的基本原料，实际上是什么？
   a. 邪恶势力的工具
   b. 在得克萨斯州酝酿的阴谋
   c. 一种商品
   d. 导致全球变暖的主要因素
2. 油价是由下面哪种因素决定的？
   a. 邪恶势力
   b. 美国石油公司
   c. 供给和需求
   d. a和b
3. 美国政府可以通过下面哪种手段**迅速**降低天然气价格？
   a. 放松管制
   b. 降低税率
   c. 让副总统与石油公司的CEO出去度假
   d. a和b
4. 对美最大石油出口方是下面的哪一个？
   a. 伊拉克，但千万别让伊拉克人知道，因为是美国人偷来的
   b. 沙特阿拉伯
   c. 美国石油公司
   d. 加拿大

别害怕，我不会给你们打分。（事实上，这是另一种形式的管制，所以从内心来讲，我知道大家不太喜欢。）但你拥有了投资的依据。如果人们开始担忧，认为油价升高一定会导致股价下跌，你应该会知道这个结局不会出现。首先，因为人们的担忧情绪对市场已经产生了影响；其次，因为这两者之间的确没什么关联。

法国人能做的事，美国人可以做得更好

如果你想看到原油价格回落到每桶20美元，那很容易做到。它一定会发生！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要记住，法国人现在有一半的能源需求都是通过核能来满足的，很长时间以来就是这样了。

如果美国、英国、日本和中国宣布签订合作协议，表示在未来10年增加核能产能，使这四大能源消费国从核原料中获得的能量与法国现在拥有的一样多，那么得克萨斯的油价就会在眨眼之间降到每桶20美元。很简单，想都不用想。加州大学伯克利分校的人也不必绞尽脑汁地想如何惩罚富有的石油商人了，因为他们已经受到了惩罚。

美国直到1974年才建立了第一个核电站。在美国，对核的恐惧在政客和大众的心中根深蒂固。我在谈论“核”的时候能想象到，很多年事已高的20世纪70年代的生态斗士一想到让美国效仿法国长久以来的做法就愁容满面。别忘了斯泰因教给我们的法则。其中到底有什么值得我们思考的东西？过去好几十年，法国人拥有大量的核原料，却在安全的环境中生活。如果法国人能做到，美国人肯定能做得更好。

有些人会说核原料并不安全，并举出2011年3月日本东北部的地震以及引发的灾难这个例子。而在我看来，这次灾难恰恰证明了我们能做到。在地震中被破坏的日本福岛核电站在最初建造时是可以承受大地震的，它也的确承受了日本历史上的第五大地震。它之所以被破坏并不是由于地震，而是地震引发的大规模海啸摧毁了电力设施。事实证明，在海啸发生之前，同类型建立时间较晚的核反应堆都能承受类似这样的灾难。

核能是一种高效、清洁（没错，是清洁）和安全（没错，是安全）的能源。一旦人们开始利用核能，他们对能源资源即将枯竭、现在不得不依赖中东能源供给的担忧将一扫而光。事实上，人们根本没有担心石油会“枯竭”。我不知道斯泰因会有什么反应，但我祖父太喜欢他的越野车了。

应该在5月卖出股票

另一个流行的迷思，或者一系列迷思是，应该选择哪几只股票添加到“5月抛售组合”中。在欧美股市有一个流行的说法，叫作“5月抛售，逃离股市”（Sell

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

in May, go away），意思是说夏季股市低迷，因此人们应该尽早把股票卖掉。除此之外还有12月效应、10月效应、星期一效应、星期五效应、夏季效应、“三巫日”、月底效应、满月后第三个星期四效应、棒球季每个月第二个星期二效应……好吧，最后两个听上去很蠢的是我自己编的，但其他的听起来也一样蠢。

投资者通常不会马上接受所有的迷思。他们往往只相信其中的几个，而不相信其他的，但他们都没有采取实际行动去验证它们是否正确。“谁会相信星期五效应啊？简直太傻了。”一个投资者可能会这样想，但同时他已经在为应对12月效应做准备了。也许你凭直觉知道这些都是胡说八道，但媒体对我们穷追猛打，不断地灌输这些错误的想法，告诉我们市场在星期五的表现怎么怎么样，我们慢慢就记住了，并开始以为这些结果真的会发生。市场上充斥着大量的出版物（有一些是学术期刊，你应该有所了解），告诉我们过去从X到Y的时期内，如果你在某一天买入，过两天卖出，你就可以获利；但是如果你没有严格遵照提供的日期进行买卖，或者研究外国的情况，那么这个效应就完全消失了，这个例子反映了人们有意识或者无意识的数据挖掘行为。

也许“5月抛售，逃离股市”这个最近非常流行的说法广为接受的原因是，连续几年5月的股市行情都不算理想，就像5次投掷硬币，出现了4次正面一样。这种说法已经存在了几十年，它被人们接受的程度随着当年5月的情况而变化，甚至一度被人们用经济学原理来解释。很久以前，由于夏季农业活动的开展和人们纷纷外出度假，美国经济会有小幅下滑。即使到了现在，欧洲很多国家的投资者到了夏季也会卖掉股票。

但这个所谓的规律是否真能站得住脚呢？它从来都不是一个真正的股市规律，而是一个愚蠢的错误想法。在这样一个无线网络覆盖、一天24小时通信不间断的社会里，夏季真的会定期出现股市交易停滞的现象吗？很多非常有名望的投资专家甚至也坚信夏季不适合股票交易。这个观点的错误性可以很容易用本书第一个问题揭示。表5–1给出了1926年以来每年6~8月的股市收益以及当年的总收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5–1 5月抛售、逃离股市的说法对吗？

年份	夏季 收益（6~8月）	全年 收益（1~12月）	年份	夏季 收益（6~8月）	全年 收益（1~12月）
1926	12.4%	11.7%	1969	–6.9%	–8.5%
1927	11.6%	37.7%	1970	7.6%	4.0%
1928	5.5%	43.8%	1971	0.2%	14.3%
1929	28.8%	–8.5%	1972	2.3%	18.9%
1930	–11.7%	–25.0%	1973	0.1%	–14.8%
1931	8.0%	–43.5%	1974	–16.4%	–26.5%
1932	91.6%	–8.4%	1975	–3.7%	37.3%
1933	16.2%	54.4%	1976	3.7%	23.7%
1934	–3.7%	–1.5%	1977	1.8%	–7.4%
1935	19.3%	47.7%	1978	7.6%	6.4%
1936	12.1%	32.8%	1979	11.8%	18.4%
1937	–0.1%	–35.3%	1980	11.4%	32.3%
1938	31.9%	33.2%	1981	–6.2%	–5.1%
1939	–2.4%	–0.9%	1982	8.5%	21.5%
1940	15.7%	–10.1%	1983	2.3%	22.5%
1941	12.1%	–11.8%	1984	12.0%	6.2%
1942	7.8%	21.1%	1985	0.5%	31.6%
1943	–1.3%	25.8%	1986	3.1%	18.6%
1944	5.1%	19.7%	1987	14.5%	5.2%
1945	4.5%	36.5%	1988	0.7%	16.6%
1946	–12.3%	–8.2%	1989	10.5%	31.7%
1947	7.3%	5.2%	1990	–9.9%	–3.1%
1948	–3.0%	5.1%	1991	2.2%	30.5%
1949	9.2%	18.1%	1992	0.4%	7.6%
1950	–0.2%	30.6%	1993	3.7%	10.1%
1951	10.1%	24.6%	1994	4.9%	1.3%
1952	6.5%	18.5%	1995	6.0%	37.6%
1953	–3.6%	–1.1%	1996	–2.0%	23.0%
1954	3.4%	52.4%	1997	6.5%	33.4%
1955	15.0%	31.5%	1998	–11.9%	28.6%
1956	6.1%	6.6%	1999	1.7%	21.0%
1957	–3.8%	–10.8%	2000	7.1%	–9.1%
1958	9.3%	43.3%	2001	–9.4%	–11.9%
1959	2.3%	11.9%	2002	–13.8%	–22.1%
1960	2.9%	0.5%	2003	5.1%	28.7%
1961	3.0%	26.8%	2004	–1.0%	10.9%
1962	0.0%	–8.8%	2005	2.9%	4.9%
1963	3.2%	22.7%	2006	3.2%	15.8%
1964	2.6%	16.4%	2007	–3.3%	5.5%
1965	–0.6%	12.4%	2008	–7.9%	–37.0%
1966	–9.7%	–10.1%	2009	11.7%	26.5%
1967	5.9%	23.9%	2010	–3.2%	15.1%
1968	0.9%	11.0%	Averafe	4.4%	11.8%

资料来源：全球金融数据公司，标准普尔500总收益指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以从表 5-1 中看到，6~8 月的平均收益率为 4.4%，也就是说平均收益为正，高于现金或债券交易的收益率。当然，本来市场上收益上涨的时候就比下跌的时候多。**注意**：有不少年份夏季的时候股市上涨势头强劲。股市收益上涨的时候多于下跌的时候，这个事实就已经告诉你“5 月抛售，逃离股市”这个说法是骗人的了。一些投资者会狡辩，称这句话的意思实际上是 5~10 月的收益少于 11 月~第二年 4 月的收益。算了吧，你还要挖掘多少数据来支撑你的偏见呢？平均来说，5~10 月的股市收益的确比冬季半年的收益少一点，但仍然为正。这说明了什么问题？你还想把现金都攥在手里，只满足于那么一点点收益吗？一年中 6 个月的收益一定要高于另外 6 个月的收益，这个说法不符合任何经济学原理。为什么是 5~10 月？为什么不是“7 月抛售，避免后悔”呢？

这不像之前的油价与股价关系的问题，有 50%的概率来支持投资者事先形成的偏见（但那个问题的拥护者一定也为自己的有效性错觉和证实偏差感到羞愧）。如果某一年夏季的收益为正，“5 月抛售，逃离股市”这个观点的拥护者就会说你应该观察一个更长的时期。他们忽略了一个严酷的事实，就是往年夏季收益为正的年份显然多于为负的年份。你找不到任何规律。当然，夏季收益也有不太好的时候，但每一个季节和月份都是一样的。

那么其他有关时间的说法，即让我们警惕某一天、某个月或者某个假期的观点，是正确的吗？当然不是。只要通过简单的数据分析就可以让它们露出马脚了。不要忘了思考本书第二个问题，如果两件事看起来似乎有关联，你需要看看国外的情况是怎样的，并找出合适的经济学原理来解释它。对于任何有关时间的说法，你都无法证明它的有效性。

我们以“星期一效应”为例，假设它是真的。“星期一效应”告诉我们，星期一会延续上个星期五的趋势，即如果股市在上个星期五上涨，那么这个星期一将继续上涨，反之亦然。这明显与另一个说法“周末效应”相冲突。“周末效应”的意思是股价在过了一个周末后会下降，但我们现在先不要考虑它，先考虑“星期一效应”是不是真的有效。如果你认为它是有效的，那它就真的会起作用。在股市上涨的年份，星期五、星期一和一个星期内的其他日子，股市上涨的概率都会高于下跌的概率。

因此在这些年份，任何一个星期五（不管这一天股市的走势如何）的下一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期一，股市都很有可能走高。而且由于在牛市期间，股市收益为正的星期五数量超过了一半，于是“星期一效应”就起作用了。到了熊市出现的时候，一个星期内的每一天股市下跌的概率都比较大，任何一个星期五都有可能伴随着收益下降的星期一，所以这个效应还是有效的。

但我们只看到了你希望看到的东西，因为在一个牛市中，如果你打赌星期五收益下降将伴随着下个星期一的收益下滑，那你会输得很惨；反之也是一样。如果平均来讲市场有 2/3 的时间都在上涨，那么任何一天的上涨都有可能伴随着另一天的上涨，这样这个理论看起来似乎就是正确的，但它仍然是一个非常有误导性、容易让人遭受损失的投资策略。

没有任何统计数据可以证明这些说法是正确的。表 5–2 给出了 1926 年以来的标准普尔 500 指数平均每月收益。除了 9 月份的平均收益为负，但幅度很小以外，其余每个月的平均收益都为正，原因前面已经提到过了——市场收益永远是正的时候多于负的时候。如果一些所谓的时间效应有一点真实性，那么应该有几个月份明显好于其他的月份。从表上看，一些月份似乎比其他月份的表现突出一点。但要记住，表中提供的是平均值，已经把市场的波动性因素考虑进去了，其中还

表 5–2　标准普尔 500 指数月平均收益率

1926~2010 年	月平均收益率（%）
1 月	1.43%
2 月	0.09%
3 月	0.79%
4 月	1.66%
5 月	0.29%
6 月	1.07%
7 月	1.94%
8 月	1.23%
9 月	–0.64%
10 月	0.49%
11 月	1.06%
12 月	1.80%

资料来源：全球金融数据公司，1925 年 12 月 31 日~2010 年 12 月 31 日的标准普尔 500 总收益指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一些运气的成分。很显然，你不能期待每年 4 月份的收益率都是 1.66%，或者每年 11 月的收益率都能达到 1.06%。计算过去的平均值对你预测未来不会有任何帮助，因为过去的结果包含了一些偶然因素，未来你也会遇到一些偶然因素，但这两种因素可能会不一样。这一点可以证明，任何与某一天、某一个月、某一个季度等时间相关联的涉及人的情绪的投资观点都是无效的。月份只能告诉你什么时候应该转换冬令时和夏令时，以及什么时候开始种玉米。

在我看来，很多流行的迷思都是由一些曾经鼓励投资者大量交易，并能从中赚取高额交易费的人传播开来的。我确信，很多根据这些迷思给人提供建议的投资者初衷都是好的，只不过在分析过程中受到了误导而已。如果有人告诉你一个季节效应对股市造成了影响，并要求你迅速完成股票交易，你只需要让他们提供相关报告。你会发现，某个人会把自己公司撰写的“研究报告”发给你，详细解释这个季节效应。但这种报告里都不会提供原始数据，而是依据与他们的说法相符合的时间段里的平均数据，也不会考虑市场上涨的概率相对较高的事实。但你自己从网上就可以找到原始数据，并用Excel电子表格进行加工。你也可以通过本书第一个问题来思考其中到底有什么门道。事实上，如果你思考过第一个问题，你就会发现这个所谓的效应根本毫无规律可言。

家庭作业时间

学习了几个例子，现在你可以自己计算关联系数和拟合系数，并独立验证各种说法是否正确了。（参考附录五中有关算术平均值和年化平均值的区别。）开头很容易，就是思考第一个问题而已。你可以从自己认为最不需要检验的东西开始。没人会认为你是疯子，就算有，你也不会损失什么，而且过了一段时间你会发现自己犯的错误越来越少。

下面提供了一些流行的投资观点供你参考，你可以先试着用本书第一个问题检验一下它们正确与否。也许你本人只相信其中的几个，或者哪个也不相信，但总体来说，这几个观点在其他投资者中流传很广，而且很容易被揭穿：

- 很多投资者认为高失业率对股市没有好处，低失业率才有利于股价上涨。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是真的吗？我会告诉你失业率与股市没有任何关联。你可以轻松地反驳这个观点（美国劳工统计局网站www.bls.gov提供了美国的失业率数据）。

- 找到数据以后，你可以研究一下失业率的高低对GDP增长是否有影响。大多数投资者都会说，高失业率对于GDP来说就是一个灾难。而我会告诉你，GDP增长可以创造就业机会。你可以自己试着研究一下。
- VIX（芝加哥期权交易所波动率指数）是一个很有名的指数，与标准普尔500指数相反。人们常说："VIX指数走高的时候，就是买股票的好时候。"这是真的吗？通过计算关联系数，你就会发现VIX几乎没什么价值。
- 长期以来，人们始终认为高股息率预示着股票收益良好，反之亦然。你可以在网上找到以往的股息率，看看这个说法是否可靠。(**提示**：你会发现它没有任何道理。)
- 如果消费者信心指数较低，专家们就会产生悲观情绪，认为这对GDP和股市会产生负面影响。事实真的如此吗？我会告诉你，消费者信心指数根本不能说明任何问题。你可以参考世界大型企业联合会和密歇根大学提供的消费者信心指数，看看你能不能证明我是错的。

很快你就会成为思考本书第一个问题的专家了。但思考第一个问题的真正乐趣在于，你可以找出一个被大家广泛而且坚定地遵循着，却没有一个人敢提出质疑的迷思。有时候你会发现投资者的普遍想法是错误的，完全相反的观点才是正确的。下面我们就来找一找这种观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第6章
不，事实正好相反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你错了——大错特错了

第 5 章讨论了如何利用本书第一个问题来发现并揭穿所有人都相信，但没有人愿意通过事实来验证的迷思。更有趣的是，你会发现，人们狂热追捧的一些投资方法是错误的，而与它们完全相反的说法却是正确的。如果流行的迷思大错特错，那它已经完全过时了，就像我们之前提到的联邦财政赤字会带来丰厚的股市收益而不是灾难的例子一样。把本书第一个问题和第二个问题结合起来思考，你会发现与很多流行的说法完全对立的观点才是值得参考的投资策略。我们将在本章中举一些例子来证明，为你以后开展独立工作提供借鉴。你可以从人们最固执地坚持的偏见入手进行。也许你周围的人会认为你疯了，但那又怎样？很多投资者失败的一个原因在于，他们从来都不敢问一些看似愚蠢的问题，担心别人把他们看成傻瓜。不要害怕成为傻瓜，你应该担心的是把似是而非的道理当作投资的依据。

假如债务是件好事！

有一种东西会让所有人产生一样的想法，让他们无一例外地感到愤怒，不管他们的信仰如何。

那就是债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第 1 章中，我已经证明了为什么全世界都闻之色变的财政赤字没有造成股市的下滑，而是带来了不错的收益。我当时提供了历史数据，但没有解释具体原因。你必须充分理解债务和赤字这两个概念，努力去了解其他人没有理解到的地方，并弄清楚它们是如何被滥用的。（我在 2011 年讲到过这个问题，当时受 2008 年的次贷危机和欧元区债务危机的影响，很多人都比较敏感。但有关杠杆的经济学理论没有发生任何实质性变化，只有人们对债务问题的担忧会随着情况的变化而加深或者减弱。）

从很小的时候开始，我们就听说债务是坏的，债务增加就更可怕了，而相当多的债务则上升为道德问题了。事实上，从几个世纪以前开始，基督教世界就把通过贷款获得利息规定为一种罪行，导致贷款活动成了一种社会禁忌。大加图[①]认为高利贷与谋杀是同等严重的罪行。早些时候的犹太教和伊斯兰教都明令禁止以收取利息为目的提供贷款。（犹太教规定犹太人之间不得互相收取利息，而伊斯兰教法律则直到今天还不允许收取利息。）

投资者认为国家的债务和赤字对经济造成了巨大的负担，因为政府早晚要偿还这些债务，这为我们的子子孙孙造成了很大的负担。甚至是他们的宠物、未来占领地球的外星人、消灭所有人类和外星人的变异蟑螂等。他们负债累累，生活在战后的废墟中，却没有救世主来拯救他们。这些都是债务引起的！

每个人都知道政府已经被过量债务缠身了。到处都是类似的新闻，而且没有人质疑它们的真实性。大家都知道必须有人来偿还这些债务，但这种行为简直让人无法原谅。这样股市就无法再上涨了，对吧？我们现在用本书第一个问题来分析一下。债务真的对经济和股市有百害而无一利吗？我们的债务是否真的多到给经济增长造成了困难？

要回答这些问题，你必须首先了解我们的债务规模到底有多大，然后思考一个别人都不会想到的问题。

我在 2011 年更新本书数据时，美国公众持有的债务总量达到了 9 万亿美元。（我没有把金融机构之间的相互贷款包含在内，因为这些是属于政府要自己偿还自己的债务。政府欠的外债才是我们要研究的内容。）

① 大加图，古罗马政治家、演说家，被罗马人视为正直和廉洁的象征。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9万亿美元不是个小数目。换个角度来看，1万亿美元相当于1 000个10亿美元，但10亿美元对于人类严重受到限制的大脑来说也已经很多了。例如，在10亿个小时以前，我们的祖先还处于石器时代；在10亿分钟之前，耶稣基督还是个凡人。这样看来9万亿美元实在是太庞大了。

但它是一件坏事吗？很多人都这样认为。还记得第3章里的兔子和大象的例子吗？你必须学会相对思考，在面对一个巨大的数字时想到用比较的方法。现在你需要一张准确的美国硬资产负债表（参见表6–1）。

表6–1　美国全部硬资产负债表

资产	（10亿美元）	负债	（10亿美元）
现金与等价物	12 333	住房抵押贷款	9 988
上市公司股票*	13 510	信用卡与购车贷款	2 404
其他公司股票	17 191	非公司业务债务	3 462
非公司业务	10 203	非金融公司债务	7 293
固定收入	43 361	金融行业债务	14 171
金融资产总额	96 597	储蓄与支票账户	14 687
		联邦政府债务	9 646
住宅房地产	18 117	州政府与地方政府债务	2 445
其他房地产	14 248	**债务总额**	64 096
房地产总额§	32 365		
		净值	64 866
总资产	128 962	**总债务与净值**	128 962
美国政府收入（GDP）	15 010		

*截至2011年3月31日的市场净值

§不包括政府拥有的房产

资料来源：标准普尔，美联储资金流向账户（2010年第三季度）

注：不包括一对一抵消的其他资产和负债，例如人寿保险保单和储备黄金、耐用消费品（沙发、洗碗机等商品）、退休金义务和收益等。

如果你不是我公司的客户，你就没有机会看到以这种方式呈现的美国资产负债表了。（这些数据在哪里都能找到，只不过人们想不到采用这种格式而已。）它与公司的资产负债表结构一致，其中列出了美国政府所有的资产和债务，包括公共领域和私人领域的债务。将最左边一栏相加，可以得出美国的总资产约为129

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万亿美元。（现在 9 万亿看起来就没有那么吓人了吧？要记得缩放！）再看右边负债一栏，未偿还总债务为 64 万亿美元。接下来计算一下总资产和总负债之差，你会得到美国政府的净资产总量为 65 万亿美元。（**注意：**与人寿保险政策、准备金、养老金债务和社会保险等不同的是，这张资产负债表里不包含针对个人的合同资产和债务。这些一对一的合同相互之间可以抵消，因此对我们的分析没有任何影响。另外美国联邦医疗保险和社会保障等债务也没有计算在内，因为官员的决策会轻易地对它们造成影响。）

一个国家有多少债务才算合适？

在这里，真正切中要害的问题就是本书第二个问题：一个国家有多少债务才算**合适**？你又如何证明你提供的结果是最合适的？从来都没有人对这个问题进行过思考或评论。这将是一个非常具有创新意义的问题，因为构成它的基本要素目前是难以理解的。到底一个国家拥有多少债务（所有类型的债务）才算合适呢？大多数人都会回答：债务越少越好，完全没有就最好了。

但我们知道这是不可能的。看看公司的做法：通过贷款来为公司活动提供资金，同时通过获得高于贷款成本的资产收益来实现公司净值最大化。一点儿债务都没有不是最理想的状态。那么最理想的状态是什么呢？你如何判断这个状态就是最理想的？总会有一个量，保证债务多于或少于这个量都是不好的——这就是最合适的债务量。没有人试图弄清楚这个量应该是多少，因为他们的证实偏差始终告诉他们债务越少越好。也许你也受证实偏差的困扰，但你可以通过思考第一个问题来判断自己是不是错了。如果你真的错了，还有很多人在陪你一起犯错。

要想找到一个“合适”的债务水平（以及“不合适”的债务水平），我们必须重温一下基础经济学和金融学理论。这些理论告诉我们，债务本身并没有坏处和弱点，也与道德问题无关。债务很显然是发展经济的必要工具和手段。学过公司理财的人都应该知道如何计算公司的最佳资本结构，或者正确的债务与收益组合。如果你是公司的财务总监，你就会为公司计算最佳资本结构，以获得最大的投资收益。对于不同的公司和板块来说，最佳资本结构也不一样，但最合适的债务水平永远不会是零。大多数公司不通过贷款永远也无法实现利润最大化。因此，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点儿债务也没有对一个国家来说不是最理想的情况。还是那个问题：到底多少债务才算合适呢？

不管你是一位管理着价值1亿美元公司的CEO，还是一个经营着5个成员家庭的家庭主妇，如果借款的税后成本（也就是贷款利率）低于某一项投资保守估计的收益率，那么借款就是值得的。很多人都同意这个观点。两者之差就是利润，这个道理很简单。如果增加的借款成本刚好等于增加的投资收益，那我们就可以得到理想的债务与收益比。

一些人看到“刚好等于”几个字就开始紧张。但如果我告诉你，一个小公司的投资收益率为15%，税前贷款利率为6%（假设税后利率为4%），公司会继续借钱用于投资，那你就不会感到不安了。你知道公司会用借来的钱进行业务扩张，这在你看来也是好事。但“刚好等于”这个说法仍然让人感到害怕。

你在学校里学过微观经济学课程吗？如果没有，你可以自学一下，我在这里就不讲了。如果学过的话，你应该还记得在经济学理论中，只有在边际成本与边际收入相等的时候，利润最大化才会实现。（你去翻翻任何一本微观经济学教材，上面都有这样的话。）边际成本可以是贷款利率。根据你在学校里学到的知识，如果借款的边际成本仅比用这项资金开展的活动获得的边际收益多出一点点，那么资本就会实现最优配置，原因在于我们已经在最大程度上借到了能给我们带来利润的资金，实现了效率的最大化，再多的资金也无法带来更多的收益了。

“合适”的债务量

对于一个国家的政府来说，最合适的债务量应该在所有借款的边际成本和所有类型的边际资产收益相等的时候才会出现。这个道理很简单，运用经济学理论就能解释得通。现在把这个概念扩展一下。如果一个国家的资产收益远远高于借款成本，那它还可以继续借钱用于投资，并利用投资收益提高人民的生活水平。对于那些仍然认为债务是不道德的人来说，民众当然越富有越好，人们越贫穷道德问题就越严重。明白了吗？

关于债务越多越好还是越少越好的问题，关键就在于资产收益水平。如果资产收益高于借款成本，那么债务越多越好。但如果资产收益低于边际借款成本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么债务当然是越少越好了。我们如何知道美国现在的债务水平是否合适呢？很简单，可以看看资产收益与借款成本之间的关系。如何来做呢？

要想计算出借款成本，可以再看看前面给出的资产负债表。你知道各种债务利率大概在什么水平。（我在 2011 年更新数据时发现，这些利率比我最初写这本书的时候还要低。）住房抵押贷款的利率很大程度上是可以减免的，所以它的成本比你想象中要低，但 30 年期的贷款利率仍然保持在 4% 左右；税后利率大约在 2% 左右。信用卡利率比较高，但信用卡债务占总债务的比重比很多人想象中要低得多。在计算购车贷款（到现在为止仍然是没有什么利息的）的平均水平时，你会发现总的消费者债务并不算高。此外，你凭常识就能判断出州政府和市政府的免税贷款利率也很低。所有这些债务加在一起，你就能计算出平均利率为 3%~4%，税后利率只有 2% 左右。

吓到了吧！

真正重要的问题是美国的资产收益。那么应该如何计算呢？算法跟计算公司的资产收益一样，即用总收入（在这里是 GDP）除以总资产。从表 6–1 中可以看出，美国的 GDP 总量大约为 15 万亿美元。我们应该用 GDP 来计算，因为它代表了国家的总收入，也就是我们的“收益”，与公司和家庭用于计算收益的收入没什么区别。如果收入增加，人们的生活水平就会提高（这就是经济发展的目标）。让更多人的都能获得更高的收入，这是一个更高的道德层次。如果你不想从这个角度去考虑，那你可以参考税后 GDP，也就是政府得到的部分。用总资产除以税后 GDP 得到的结果为 12%。（这是截至 2011 年的数据。有意思的是，我在 2005 年刚开始撰写本书的时候，得到的结果也是 12%。美国政府非常善于制造资产收益。）

很明显，资产收益比税后借款成本（为 2%~3%）高得多。所以一名优秀的财务总监会认为美国并没有陷入严重的债务危机，而是债务还不够多。如果我们根据政府不是非常清晰的财务报表判断，平均借款利率或者总资产（GDP）有小幅下降，这也没有关系，因为即使我们的判断是错误的，借款利率与资产收益相比也是非常小的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，12%的资产收益相当庞大。其次，尽管2012年的形势在人们看来不算乐观，但美国离陷入债务危机还差得很远。

为了让资产收益与借款成本几乎相等，美国人还需要借更多的钱用于投资——大约为现有借款量的三四倍。如果美国人增加借款，将对利率造成压力，导致利率上涨。但如果美国人拥有足够多的资产，就会参与更多的边际活动，最终资产收益一定会降低。然而在得出上面的结论之前，整个社会还需要获得更多资产来产生更多的绝对收入。通过增加借款来投资和创收，正是经济学理论教给我们的实现债务最优化的方法。

我们在实现利润和财富最大化之前，还不能算作债务过高。我想这个理论可能与大多数投资者学到的东西背道而驰。我并不是认为债务越多越好，而是希望你意识到几乎所有人都在担心债务过高，而用基本的经济学和金融学理论分析可以判断，我们离债务过多还差很远。

债务增加是坏事还是好事？

这是对本书第一个问题的具体应用。没有人会问我们的债务是不是太少了，因为所有人都认为我们应该削减债务。这个想法就像一种全社会都信仰的宗教一样，对它发起挑战，你就成了一名异教徒。但从各种角度思考第一个问题可以给你带来财务上极大的乐趣。让我们试着思考一下：联邦债务增加对经济和股市来说是不是好事呢？如果我们的债务还不够多，那我们还应该再借多少钱，用这笔钱来做什么？后面这个问题与第二个问题有关，它可以帮助你理解别人无法理解之事。为了回答这几个问题，我们先从公司的角度进行研究，最后再上升到政府的高度。

公司会关注自己的债务股权（debt-to-equity）水平。最优债务股权水平会因行业和公司的不同而不同。根据表6–1的数据，我们可以计算出美国的债务股权比为99%（用债务除以净值）。但这个数字是高了还是低了，会产生什么负面影响吗？

我们可以从这个角度来看。时代华纳是一家运营状况非常好的公司，它的债务股权比为350%；迪尔公司（Deere & Co）是美国历史最悠久的公司之一，它的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务股权比为348%；万豪酒店的债务股权比高达722%！太阳石油公司为270%，凯洛格商学院为264%，洛克希德·马丁为269%，波音公司为207%……我还能举出很多例子。

你应该听说过这些公司，它们都不是一夜之间兴起的，而是拥有悠久的历史，是美国规模最大的公司。它们的债务股权比比美国政府的高出很多，但没有受到任何负面影响。这些公司的债务股权比可能没有达到最佳水平，但也绝不意味着灾难。尽管它们的债务量比较大，但仍然能获得不错的收益。这并不是说美国政府也应该提高债务股权比，而是说你不应该认为99%是一个很可怕的数字。

你可能会说："我可以从理论上理解公司债务问题。而且如果波音公司像其他公司一样通过借款建立工厂来获得利润，我也能理解，因为它对如何利用这笔钱有明确的规划，但政府和个人都不够理性。"

如果一个瘾君子靠透支信用卡来买更多的海洛因，或者在iTunes上面购买平克·弗洛伊德的歌，这才是真正值得你担忧的——居然在毒品和靡靡之音上面浪费钱。多傻呀！但与联邦政府的债务相比，很多人更能接受瘾君子透支信用卡，因为在他们看来吸毒的人也比联邦政府更聪明，在花钱方面更有规划。人们往往不愿意看到地方市政府的债务增加，但他们认为州政府更加愚蠢，而联邦政府比州政府还要愚蠢。（不过加州的人则认为州政府比联邦政府更加没有节制。）

为了更好地理解政府和瘾君子的债务问题，我们可以从公司债务问题入手。假设你是一家中等规模、标准普尔信用评级为BBB的公司的CEO。在2011年中期，你的公司以4.6%的利率借了款，期限为10年。为了在取得收益的同时偿还债务，你要保证资产收益高于税后借款成本。假设公司税率为33%，那么税后借款利率就是3%。如果你认为自己无法在长期内使资产收益率达到3%，那你就不是一名称职的CEO了，公司董事会就会把你炒掉。

如果你通过建立工厂、发布新产品，或者其他任何形式的活动来实现12%的收益）（只要是明显高于3%的收益），那么公司的股东（以及消费者和公司员工，换句话说，包括社会全体成员）就会希望你继续借钱用于进一步投资，以创造更多财富。在这里，借钱对所有人来说都是好事，它成了正确的、道德的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面我再举一个例子来说明债务和公司道德问题。假设你还是一家公司的CEO，公司股票的市盈率为16（或者说市盈率的倒数——盈利率为6.25%）。别忘了，市盈率是个税后的数值，因此盈利率也是不含税的。如果你能够以3%的税后利率获得贷款，并买回自己公司的股票，减少了市场上流通的股票量，你就会提高每股收益，3.25%的差就是你获得的利润。这就是说，你在为股东挣钱。如果顺利的话，这是一场永远不会输的交易，前提是每股收益不会下降。如果你是CEO的话，还有谁会比你更了解公司的股票呢？（再说一次，如果你不能赢利，你的饭碗就不保了。）

但也许情况不是这样。也许你想用借来的钱建一所工厂，工厂生产出来的产品能带来15%的利润。这就给了你更大的主动权，所以你一定要用这笔钱来建工厂，而不是买股票——两者同时进行也是可以的。现在，借款就成了一种负责任的行为，而且只要你还有很多机会获得远远超出借款成本的丰厚利润，你就要不断地借钱。这是一种理性的选择，不应该用全社会看待债务的眼光去对待这个问题。

借款活动可以为研究、开发和收购等活动筹集资金，增加股东价值，并改善公司的长期发展前景——大家都明白这个道理。这样公司才能够以更低的价格提供更好的产品和服务，这对消费者有利；公司收入增加了，员工也能得到更高的工资、更完善的医疗保障和其他福利。多好呀！

乘数效应与瘾君子

我们再回到瘾君子和跟他们一样愚蠢的政府上来。在大学里上过基础经济学课程的人都应该知道，如果银行放出贷款，市场上流通的货币量就会增加——这与大量印钞的效果是一样的。简单地说，每一笔贷款都有“乘数”效应。在美国，通过银行贷款新流通到市场上的货币在前12个月内会经过6次转手，经济学家把货币被转手消费的速度称为货币的**周转率**。

假设有一个非常愚蠢的银行家把钱借给了一个瘾君子。这个瘾君子嫌自己的iPod太旧了，想借钱来换一部新的，再用剩下的钱买海洛因（这个做法太蠢了）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行家把钱借给了他（假设利率高于给其他比较负责任的客户的）。瘾君子从毒品贩子那儿买了一些海洛因，又从iPod经销商那里买了一台新的iPod。银行提供给他的这笔钱完全用在了毫无意义的地方。假设iPod经销商是头脑足够清醒、理性的人，他拿出一部分卖iPod的收入用来交税，另一部分从苹果公司进货——这是正常的做法，苹果公司也愿意看到他这样做——剩下的用于贴补家用。这是银行贷款第二次被消费——通常到了年底，这笔钱还会再周转4次，除了第一次是由瘾君子以一种愚蠢的方式使用的，其余几次都是通过正常的人和公司进行消费的。换句话说，除了第一次是愚蠢的消费，其余5次周转都很平常。

还有一部分借款消费在了毒品贩子身上。显然，这笔钱不会用来交税——毒品贩子还不至于那么笨，不然他就已经在监狱里了。聪明的毒品贩子会用这笔钱做iPod经销商做的事——补充库存（这笔交易永远不会在GDP中体现出来），以及用于家人的生活费。例如，他会在商店里买衣服，商店又会以非常普通的方式消费这笔钱。或者他从当地农民那里购买有机食品，而农民也会通过正常的渠道把这笔钱花出去，例如买一件上衣。也许这个毒品贩子还有自己的手下，他要给他们付工钱、购买保险。归根结底，瘾君子从银行借到的所有钱经在第一次转手之后就用于正常消费了——在第一年之内共有5次。

乘数效应的意思是，如果银行放出一笔贷款（哪怕对象是一个非常不负责任的瘾君子），这笔钱会不断经过转手，并在第一次转手以后用于正常消费。一个人（或者一家公司）的消费对象可以是一家公司或个体企业、另一个人、政府或慈善机构，仅此而已。当然，通常人们借钱不是为了捐给慈善机构，但这种情况也不是完全没有，政府就经常这样做。慈善机构会用这笔钱来购买婴儿奶粉、电灯泡、保险……可以是任何东西。但不论如何，在第一次消费以后，这笔钱每次转手都会用于正常消费。

购买毒品和iPod的瘾君子肯定不会像通用电气公司那样理性消费。但在第一次消费之后，每一次消费的性质都是一样的。我们以个人的身份借钱去消费的行为不会比瘾君子购买毒品的行为理性多少，也不会比通用电气公司以获得利润为目的兴建工厂的行为愚蠢多少——都是新贷款的第一次消费。政府贷款消费也是一样。

这只是我个人的观点，但是我认为各级政府在消费方面一般都不够聪明。他们消费的结果不见得有多糟——当然与通用电气相比肯定还差了一些——但也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会太差，因为之后的每一次消费都很正常。当然，如果政府在利用贷款方面能更加聪明一点就更好了。但我想如果政府比现在更愚蠢也没什么大碍，因为后面的5次消费可以把第一次的结果抵消掉。政府的第一次消费通常只比最聪明、最有效时少出现一点点经济行为和收入。

无论政府花钱是用于购买500美元的锤子、建桥、筑坝、修路还是让瘾君子买烈酒（他应该更愿意买海洛因，多蠢啊！），政府只有几种途径使用借款：支付政府工作人员工资，购买商品或服务（消费对象可以是企业，也可以是个人），或者进行转移支付（对象是个人、企业、慈善机构或者其他政府机构）。

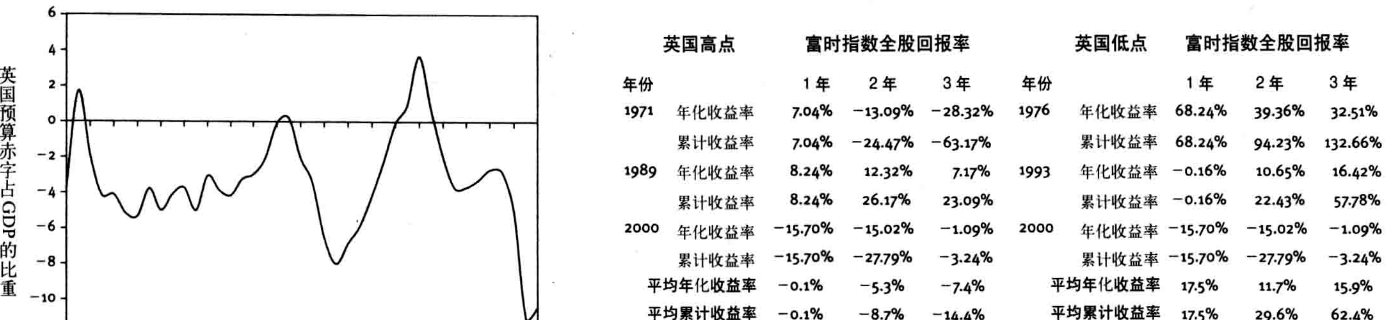
政府还有唯一一条途径就是可以在国外投资，但这与去国外度假并在那里消费的效果没有什么差别，美国的资金会流到国外。如果你从全球的角度思考问题（你应该这么做），你就会认为这笔资金推动了全球经济的发展。如果把这笔钱用于给另一个政府机构进行转移支付，例如联邦政府把钱划拨给州政府，州政府再分配给地方政府，它也推动了地方的经济发展。地方政府所能做的只是把钱给个人、企业、慈善机构或者其他地方政府，没有更多选择。而资金的接受者会再次花掉这笔钱，正常情况下它在一年内还会周转5次。

如果一个国家的债务还不够多，这意味着政府的资产收益远远超出了借款成本（跟美国的情况一样），那么不管政府借款的第一笔消费多么没有意义，借款仍然是越多越好。为什么呢？更多的借款资金可以用于消费、交换或者投资，不论如何使用都对经济发展有利，可以为更多的人创造更多财富。

它还可以解释为什么在财政赤字最大时股票收益会增加，而在财政预算出现盈余的时候，股票收益也开始下跌（参见表1–2）。在财政赤字达到最高的时期（参见图1–6），股市平均收益率在12个月以后达到16.7%，在36个月以后达到27.1%。而在财政盈余的时期，股市情况却不容乐观：12个月以后平均收益率仅为–1.2%，36个月以后也只增长了8.8%而已。你当然希望收益越高越好，但如果你像瘾君子一样不理性，你可能也会做出愚蠢的决定。

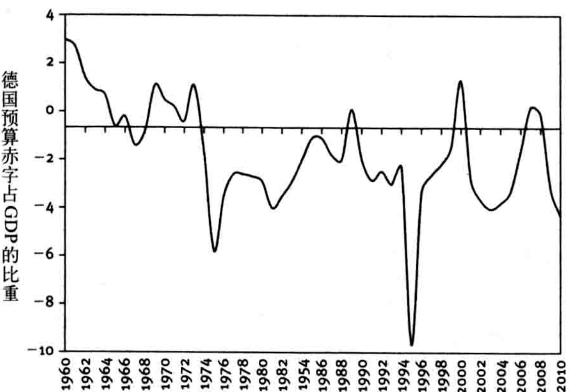
为什么股市在财政出现赤字的时候反而更繁荣呢？一个主要的原因在于，财政出现赤字的时期，政府的债务量还没有达到合理的水平、呈现出增加的趋势，因此未来的收入和财富还有进一步上涨的空间，市场早就意识到了这一点，并把它作为定价的依据。而在收支相抵，甚至出现盈余的时期，债务量虽然还比较少，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年份	英国高点	富时指数全股回报率 1年	2年	3年
1971	年化收益率	7.04%	−13.09%	−28.32%
	累计收益率	7.04%	−24.47%	−63.17%
1989	年化收益率	8.24%	12.32%	7.17%
	累计收益率	8.24%	26.17%	23.09%
2000	年化收益率	−15.70%	−15.02%	−1.09%
	累计收益率	−15.70%	−27.79%	−3.24%
	平均年化收益率	−0.1%	−5.3%	−7.4%
	平均累计收益率	−0.1%	−8.7%	−14.4%

年份	英国低点	富时指数全股回报率 1年	2年	3年
1976	年化收益率	68.24%	39.36%	32.51%
	累计收益率	68.24%	94.23%	132.66%
1993	年化收益率	−0.16%	10.65%	16.42%
	累计收益率	−0.16%	22.43%	57.78%
2000	年化收益率	−15.70%	−15.02%	−1.09%
	累计收益率	−15.70%	−27.79%	−3.24%
	平均年化收益率	17.5%	11.7%	15.9%
	平均累计收益率	17.5%	29.6%	62.4%



年份	德国高点	德国DAX指数回报率 1年	2年	3年
1969	年化收益率	−20.55%	−1.55%	4.88%
	累计收益率	−20.55%	−3.07%	15.35%
1977	年化收益率	27.09%	10.77%	3.88%
	累计收益率	27.09%	22.70%	12.14%
1989	年化收益率	−3.27%	−0.19%	−4.45%
	累计收益率	−3.27%	−0.39%	−12.77%
2000	年化收益率	−23.04%	−25.93%	−3.32%
	累计收益率	−23.04%	−45.13%	−9.64%
2007	年化收益率	−45.09%	−16.24%	—
	累计收益率	−45.09%	−29.84%	—
	平均年化收益率	−13.0%	−6.6%	0.2%
	平均累计收益率	−13.0%	−11.1%	1.3%

年份	德国低点	德国DAX指数回报率 1年	2年	3年
1976	年化收益率	15.88%	22.23%	5.88%
	累计收益率	15.88%	49.40%	18.70%
1993	年化收益率	5.89%	16.06%	19.62%
	累计收益率	5.89%	34.69%	71.17%
2000	年化收益率	13.45%	17.45%	9.64%
	累计收益率	13.45%	37.95%	31.78%
1995	年化收益率	12.84%	17.53%	19.36%
2003	累计收益率	12.84%	38.14%	70.07%
	年化收益率	17.86%	14.56%	21.98%
	累计收益率	17.86%	31.25%	81.48%
	平均年化收益率	13.2%	17.6%	15.3%
	平均累计收益率	13.2%	38.3%	54.6%

资料来源：汤森路透，美国国家统计局

图 6–1　从全球来看，财政赤字对股市有利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

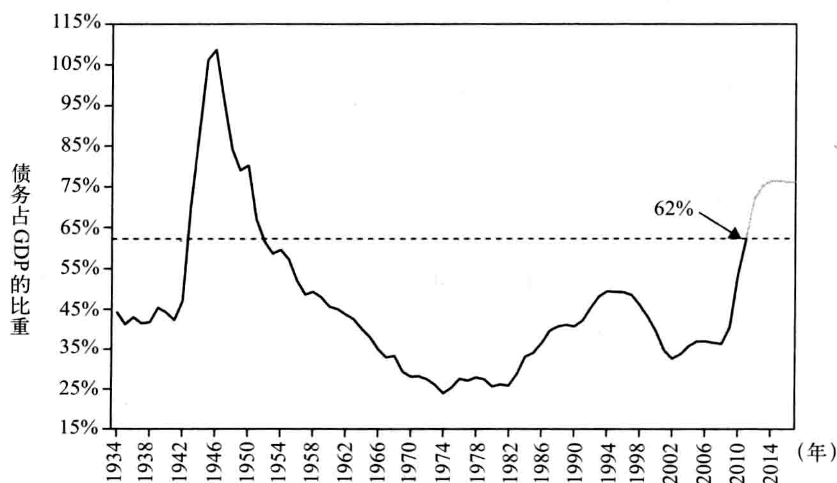
但已呈现下降的趋势，与最理想的水平越差越远，这是一种倒退。这时候市场也受到了这种负面因素的影响，因此表现不佳。

永远要记住：如果在美国，财政赤字的确意味着股市将获得很好的收益，那么在其他西方发达国家，情况也应该是一样的。事实也的确如此。通过图 6–1 可以看出，在其他主要的发达国家，高财政赤字带来了良好的股市收益，财政盈余导致股市业绩变差。赤字有利于资本结构向合理的方向发展，而盈余只会让债务水平与最理想的状况背道而驰。

不要再想道指了！

我们换一种方式思考，再回到最初的问题上来：债务到底有没有坏处？美国联邦政府的债务是财政赤字累积的结果。州政府和市政府的债务很类似。我们从最大但是最蠢的联邦政府开始谈起，研究一下为什么它的财政赤字（也就是债务）可以带来良好的股市收益，而财政盈余则相反。如果把山姆大叔看作一家公司，它正利用杠杆手段刺激增长。

图 6–2 是一段时期以来联邦政府未偿还债务总量与GDP的比值。目前债务总



资料来源：汤森路透，美国财政部，美国国会预算办公室，2011 年 5 月发布的数据

图 6–2　联邦净公共债务占GDP的比重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量占GDP的比重为62%。

与过去几十年相比，美国债务总量达到了最高水平，对于很多人来说这并不奇怪。但历史上还有过债务高于当前水平的时候，例如1943~1950年间。有人会说："但那个时期的债务是跟战争有关的。"你怎么说都可以，但债务是不考虑原因的。债务就是债务，你认为它从道义上讲是正确的（正如反抗纳粹的势力一样）也好，或者从道德的角度无法判断好坏（与经济刺激政策相似）也好，它都是客观存在的。记住，债务量上升以后的一段时期往往并不可怕。20世纪50年代在人们的印象里就是经济增长较快、市场创新较多的年代，事实上也的确如此。

反过来想一想，你是否听别人谈起过1965~1981年是股市非常惨淡的17年呢？人们经常抱怨这段时间股市总体上表现平平，但原因在于各方都在用有明显缺陷的道琼斯工业指数（第4章已经用大量的事实证明了道指是一个具有严重误导性的指数）来衡量收益。如果你根据标准普尔500指数判断美国的情况，那么1965~1981年间美国市场平均年收益率为6.3%。这个数字肯定低于美国历史的平均水平，但收益仍然为正，情况还不算太糟。即使这样，对大多数投资者来说，这么长的时间里（大约20年）股市收益仍然低于平均水平。部分原因在于，这些收益大多来自股息，而不是货币升值，而且市场看起来似乎也没有出头之日。

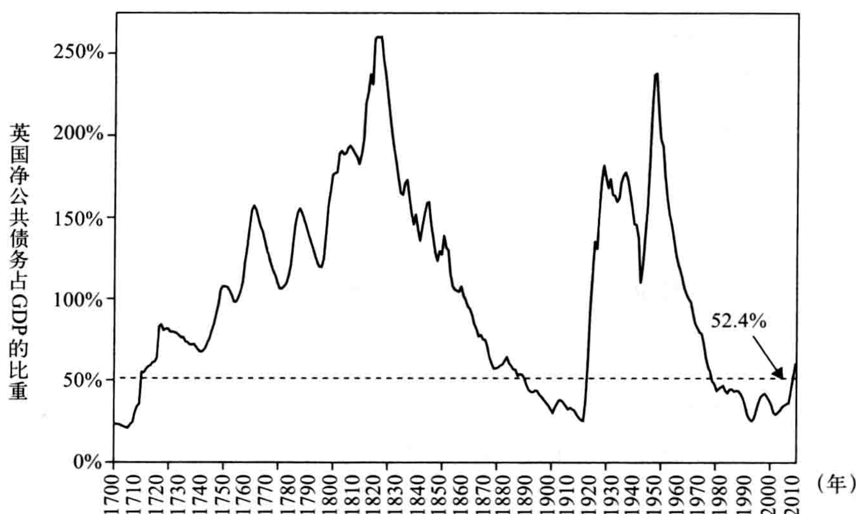
这些低于平均水平的收益正是我们将债务占GDP的比重降到很低水平时获得的，拉低债务在经济总量中的比重并不能确保股票收益增加。

美国政府有过完全没有债务的时候吗？很多人以为债务是20世纪出现的新事物。事实并非如此，债务一直存在着，只有一次例外，就是在19世纪30年代中期，当时的美国总统安德鲁·杰克逊用卖掉西部大量土地换得的黄金偿还了所有债务。杰克逊的行为造成了灾难性的后果：1837年美国股市大崩盘以及1837~1843年经济衰退——美国历史上规模最大、历史最长、后果最严重的经济衰退和股市崩盘之一（另外两次分别发生在1873和1929年）。历史上清偿债务的活动对股市和经济都有负面影响，因为政府仍然处于债务不足的状态，偿还债务的做法正好相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量债务的长期历史

如果一件事在美国是事实，它在其他国家也一定适用。因此，债务在其他国家也不会造成灾难性的影响。图 6–3 显示了英国的债务历史，它比美国的债务历史更长，甚至追溯到了 1700 年！在一些年份，英国的债务总量占GDP的比重相当高，却没有产生长期的危害。事实上，1750~1850 年间，英国的债务已经比全国的GDP还多，最高的时候甚至达到了GDP的 2.5 倍。但在这段时间，英国的经济发展在全球处于领先地位，在工业创新方面也超越了其他国家。当时的债务并没有造成危害，因此对现在的美国来说，债务也没有什么不好的影响。



资料来源：英国财政部，截至 2011 年 6 月 UKpublicspending.co.uk 网站数据，包括 2011 年的预算展望

图 6–3 英国净公共债务占GDP的比重

有人需要清偿债务吗？没有！

仍然有一些人摇头，担心我们现在过于贪婪地追求利益，给子孙后代造成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨大的负担，害怕将来有一天偿还债务。

别忘了思考第一个问题：我们真的需要清偿债务吗？看看历史上政府偿还债务的后果，都非常糟糕！如果我们还有足够的能力承担债务（我们的确有这样的实力），而且能够获得良好的资产收益（我们也真的获得了不错的收益），那就没有必要靠截断现金流去减少债务带来的收益。我们其实是在旧债的基础上发展经济，随着经济规模的扩大才增加新的债务的。我们对这三个问题的回答是：债务对股市和经济发展都没坏处。事实上，正好相反。如果债务利用得合理，它就是良好的、正确的和重要的。我们还没有达到最合理的债务水平。美国联邦政府的债务不应该让人感到害怕。

不要误解我的意思，我是完全赞成小政府的，我对政府开支也没什么好感。我也希望政府开支占GDP的比重能明显下降。我说过，我认为所有的政府在财政开支方面都做得很愚蠢。实际上我对政府的大多数决策都持反对意见，当然不是因为政府会降低我们的债务！因为很多决策都与资本主义的发展相冲突，而对我来说，资本主义会带来很多好处。因此，政府参与的减少实际上就是有悖于资本主义运行的活动的减少，在我看来是件好事。你们可以提出任何反对意见。

让我们试着把一种赤字变成另一种赤字

也许债务和财政赤字并没有人们想象中那样可怕，但仍然有一些被媒体争相报道的债务问题给投资者带来了恐慌，例如经常性账户赤字和贸易赤字等。我们先抛开经常性账户赤字不谈，因为它基本上是由贸易赤字构成的。如果人们说他们担心经常性账户赤字，他们实际上是在担心贸易赤字。此外，从定义上来看，经常性账户赤字可以用资本账户**盈余**来抵消。必须收支平衡！任何人谈起经常性账户赤字时都会暴露出他们在这方面的无知。

至于美国的贸易赤字，2011年已达到了5 000亿美元！（天哪！这也太多了吧！）人们都被吓坏了，尤其是那些担心美元疲软的人。当时反对贸易赤字的情绪普遍高涨，呼吁降低赤字的声音此起彼伏。所有媒体都在暗示你应该产生恐慌情绪。但这是一个思考本书第一个问题的好机会。贸易赤字对美国经济、股市和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元来说真的是坏事吗？同时也别忘了思考第二个问题：贸易赤字是否真有可能会带来好处？通过哪种方式？

我再重申一遍，在这里，人们对常识的迷信、证实偏差以及相对思考能力的欠缺（都是没有思考第三个问题的结果）造成了自己的担忧。贸易赤字似乎反映出政府的进口支出高于出口所得的收入，导致资金外流。一些人把它视为一场大规模的零和游戏——如果支出多于收入，你就输了。按照这个逻辑，贸易赤字对经济发展的确有害，因为它是不可持续的，而且最终会导致经济崩溃。如果美国是一个巨大的硬件商店，那么持续不断的贸易赤字就是有坏处的。如果每个人都无法做出理性行为，那么国家的资产就会流失到国外。你肯定希望硬件商店（出售坚果、螺钉、钻头等）的销售量多于花销（购买电脑、员工休假还有提供员工休息室的食品），否则商店很快会破产。

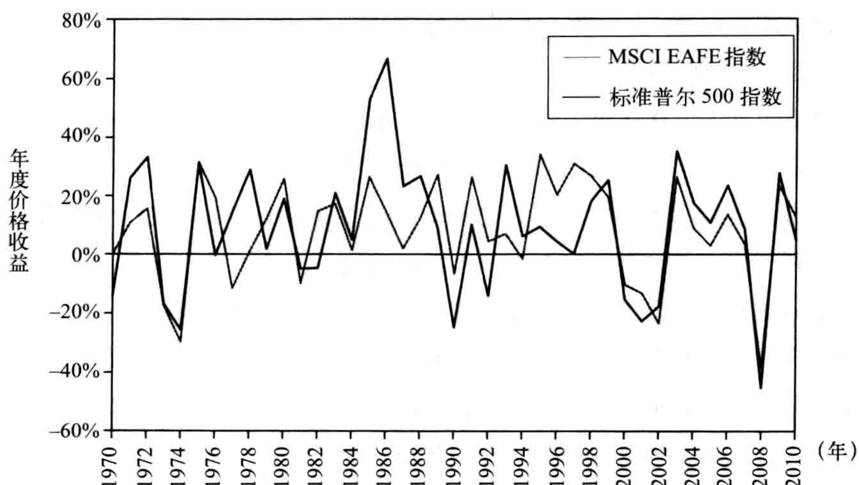
然而，持有这种观点的人往往犯了几种认知性错误。首先，他们没有培养全球思维。如果人们能从全球的角度思考问题，对贸易赤字的担心就会瞬间消失。为什么呢？因为没有人会担心蒙大拿州、加利福尼亚州、纽约州等与美国其他州的贸易活动出现赤字，而在全世界范围内出现贸易赤字或者盈余也是不太可能的。发达国家之间的贸易赤字和盈余相对于美国任意两个州之间的赤字或盈余，对全球的股市行情来说没有太大差别。

美国和其他发达国家的赤字很相似，十分有助于我们看清贸易赤字的问题。这些国家的贸易赤字会同时增加或减少。有时候美国的表现会好一些，而有时候其他国家的表现会超过美国。对于所有贸易赤字和盈余相似的国家来说，情况都一样。美国的贸易赤字、经常性账户赤字、财政赤字和债务都非常庞大；有一些国家没有任何这类的赤字和债务，也有的国家有大量的盈余。如果赤字是有害的，而盈余是有利的，那么美国股市和其他国家的市场会呈相反方向发展，其他国家股市持平或者大幅上涨的时候，美国股市应该大幅下跌——但事实并非如此。

图 6–4 显示了美国和其他国家股市自 1973 年以来（这段时期EAFE指数数据还比较全面）的情况。我们从图中可以看出，美国和其他国家的股市变动虽然不完全一致，但方向是相同的，有时候变动幅度也几乎等同。

我们来想想背后的原因。如果你坚持认为美国股市可能会领先或者落后于其他发达国家的股市，但不会出现明显的反差，你就已经明白贸易差额对全球股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，汤森路透，MSCI EAFE 指数，标准普尔 500 指数价格收益，1973 年 12 月 31 日~2010 年 12 月 31 日的数据

图 6–4　美国与国外股市的变化情况

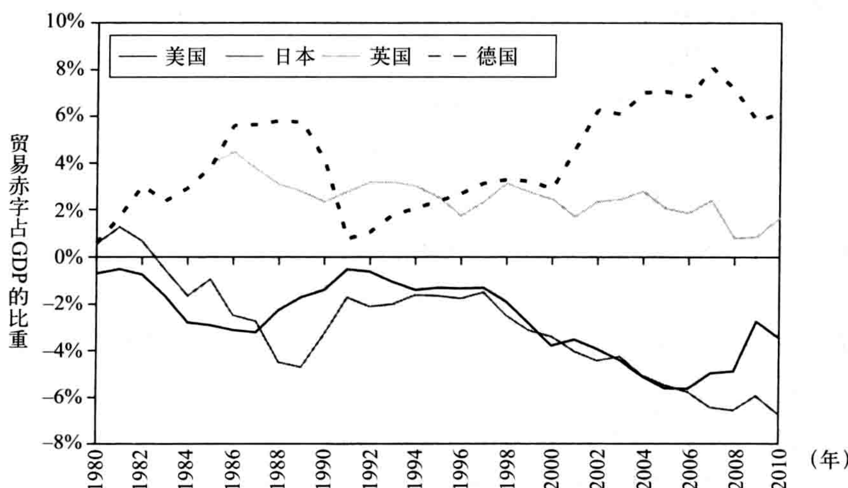
不会产生什么影响了。事实也的确如此。如果赤字有重要的影响，而且美国与其他国家的贸易赤字这么庞大，那为什么美国与其他国家的股市有很大的关联性，而不是相悖呢？如果贸易赤字对美国经济和股市都有坏处，那么盈余肯定就有好处了，对吗？如果盈余对美国的经济和股市都有好处，那么它对其他西方国家的经济和股市一定也有好处。这就意味着美国的贸易赤字（也就是其他国家的贸易盈余）有利于其他国家股市的发展。由于美国的股票数量占所有发达国家股票总数量的将近一半，那么美国和其他国家的股票可以相互抵消，对全球股市不会造成什么影响，是这样吗？很多人都会这么想，但如果事实真的如此，那么美国和其他发达国家的股市趋势应该正好相反，而不是方向一致。

这似乎仍然说明贸易赤字对股市有坏处，我最不愿意看到这个结论。我们继续用第一个问题来分析。一旦从全球市场的角度来考虑，上面的结论就不攻自破了。我们都同意，全球的贸易是平衡的。为了证明美国的贸易赤字导致全球股市下跌，你必须首先证明贸易赤字的负面影响**大于**贸易盈余的正面影响。到目前为止，还没有人公开表达过这种说法，更没有任何经济学理论可以证明它。还没有人能想到那一步。在想到全世界不会出现贸易赤字或盈余之前，人们已经在为“天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要塌下来”而感到慌乱了。

那我不禁要问：美国的贸易赤字实际上到底对本国的股票和经济有没有负面影响？首先，我们要进行缩放——贸易差额里面都包含非常大的数字。图6–5显示了1980年以来美国、英国、德国和日本的贸易差额占当年GDP的比重。



资料来源：美国人口普查局对外贸易部门，汤森路透

图6–5 贸易赤字占GDP的比重

美国这么多年以来始终都有贸易赤字，只不过有的时候占GDP的比重比较大，有的时候比较小。

目前美国贸易赤字占GDP的比重为3.4%。现在我们再来思考另一个问题：这个比重对经济和股市来说是不是太高、太坏了？或者换个角度，思考本书第二个问题：贸易赤字是否反映了经济的健康发展和金融体系的健全，而非未来金融领域的灾难？

没错，美国的贸易赤字自1980年以来明显增长。但即使把2007~2009年的经济衰退计算在内，美国的经济总体上仍然运行良好，始终保持增长的态势。尽管自1980年以来美国的贸易赤字不断增加，我们仍然享有5.8%的GDP年平均增长率（名义上的）和11.3%的年市场收益率。没人会认为这个结果不够好。

然而，仍然有人提出异议。首先，他们认为虽然美国现在还没有遭受损失，但那是迟早的事。好吧，你可以这么说，但贸易赤字累积达到什么水平才会出现那样的情况呢？到目前为止，我还从未听说过有这样一个临界点，也从来没听说这个点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会在什么时候出现。其次，有一些人虽然认为贸易赤字还不足以对经济增长造成负面影响，但他们会问："我们如何能够了解在贸易赤字的情况下我们的经济发展会呈现出怎样的状态？要不是受到赤字的影响，经济增长幅度很可能比现在更大。"

我们以英国为例来回答这个问题。英国的股市收益始终都不错，英国货币也比美国的货币更加强势。事实上，过去几十年来，英镑已经成为主要发达国家中最强势的货币。显然，这证明了美国贸易赤字相对于英国而言，对自身伤害非常大。

英国在很多方面都是美国经济状况的反映，因为英国的赤字和贸易差额等指标占GDP的比重几乎与美国完全一致。从图6–5中可以看出，从20世纪80年代初期开始，英国的贸易赤字规模相对于经济总量的值与美国基本相同。当前英国的赤字（与美国的计算方法一致）占GDP的比重为6.8%，这个数字高于美国，但过去几十年的大部分时间里，两国的这个指标都是非常接近的。

英国的经济和股市发展水平也与美国相似。自1980年英国开始出现贸易赤字以来，其股市实现了11.9%的年平均收益率。英国的经济也实现了健康发展，年增长率达到了5.4%——几乎与美国的增长率相同。

英国的贸易赤字规模虽然与美国的相似，但英镑比美元更加强势。原因何在？这与贸易赤字又有什么关系？这说明贸易赤字对货币不会产生影响。如果英镑很强势，而贸易赤字又能影响到货币，那为什么英国的贸易赤字（与美国的规模相差无几）对货币有利，而美国的赤字却不利于美元升值呢？有人会说："那只是今年的结果。"那么再看看图6–5，你能看到过去几十年两国曲线的走势基本一致。你不能说美国的贸易赤字规模相对于经济总量来说过大，而导致美元贬值，同时又承认英国的赤字规模与美国的相同，却帮助英镑保持坚挺。是否有其他原因导致美元相对疲软呢？当然有，我们将在第7章讨论这个问题。那些一想到贸易赤字就抱怨个不停的人永远也弄不清楚英国和美国之间的差别。

你更喜欢哪个国家？

我们换一个角度思考这个问题。如果贸易赤字是不好的，而盈余是好的，那么我们可以通过赤字或盈余比较大的发达国家来解决这个问题。再回到图6–5上面来。你会选择美国和英国这样过去30多年贸易赤字规模很大而且还在增长，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP增长强劲、市场收益丰厚的国家，还是更倾向于一个始终都有盈余的国家？

德国怎么样呢？德国人都非常精明，他们都追求卓越，而且十分守时。德国自1980年以来一直保持财政盈余，但德国经济年增长率只有4.5%，股市收益率也仅为9.4%。另外日本方面提供的数据显示，1985年以来该国也一直拥有财政盈余。在这一时期，日本的经济增长率和股市收益率分别为5.7%和5.4%。尽管这两个国家都"享有"财政盈余，但它们的经济增长率与赤字量庞大的美国和英国却相差无几（德国的增长率相对更低）。德国的股市收益率还算不错，但仍然低于美国和英国，而日本就差得更多了。

那么你到底更喜欢哪个国家？你会选择有贸易赤字但市场收益较好的国家，还是喜欢有贸易盈余但市场收益较差的国家？只有傻瓜才会选择后者。贸易盈余并不是经济发展的万金油。事实上，美国的贸易赤字刚好反映了经济的活力和快速增长的潜能，它并不是一个亟待解决的政治问题。

重商主义者没好到哪里去

真正的问题并不在于美国的贸易赤字，而在于德国、日本和很多欧洲国家的贸易盈余。为什么这些国家会有贸易盈余，而盈余却不是件好事呢？在美国和英国出现资本主义经济之前，重商主义一直处于领导地位。如果有人忘记了重商主义的概念，可以找一本最基础的经济史教科书了解一下。我推荐道格拉斯·C·诺斯的《美国过去的增长与福利》。这本书浅显易懂，你还能从他的参考文献里面找到更多的资源。

美国成立以后，真正的资本主义才开始崭露头角。亚当·斯密有关资本主义的经典论著《国富论》就是在美国成立那一年问世的。

在那之后，重商主义就开始走向极端，就像日本和德国现在的情况一样。这些国家允许政府干预经济，有意识地维持贸易盈余，并向大众宣传盈余有利于经济发展的理论。这和某些认为美国贸易赤字是有害的人的想法一样。这些国家认为贸易盈余会有助于经济发展而赤字会损害经济，所以通过限制政府采购、推动出口来人为地制造贸易盈余。

但这种以自由市场和资本主义为代价的强制性经济政策并不利于资源的优化配置，最终会限制经济的发展。向来如此！为什么呢？因为为了追求经济高速增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，政府必须允许资本主义充分发挥作用。这是过去200年经济发展的最基本经验。担心赤字的人无法真正理解亚当·斯密笔下“看不见的手”的作用。他们试图进行干预，通过政府这个“看得见的手”妨碍经济的自由发展。经济增长带动资本流动，将贸易赤字维持在一定水平。只要国家的经济持续快速发展，经常性账户赤字和贸易赤字就会一直处于高位，我们也能尝到经济增长的甜头。但如果经济增长停滞，贸易赤字也会消失。道理就是这么简单。

通过思考本书第一和第二个问题，我们了解到，债务、财政赤字和贸易赤字并不像很多人想象中那样可怕。如果你听到市场行情下滑的警报被拉响，而周围的人都认为这是由“过于庞大”或者“不可持续”的赤字或债务量引起的，那你就可以通过人们对这一错误警报的担忧判断股市会上涨。要始终记住这一点，因为赤字和债务问题常常会成为人们看跌股市行情的依据。

你应该担心的是有人会人为地控制并试图减少赤字，尤其是政客们。你还应该担心出现盈余。请跟着我说：“我希望美国不会出现财政和贸易盈余。我希望看到经济快速增长和赤字。”如果在一场酒会上你对别人这样说，他们会拿手里的酒泼你一身。但你没有必要生气，因为首先，他们的反应说明这个事实真相仍然有效，可以作为投资的依据；其次，反正这酒也是免费的！

新的金本位制

对于本书第一个问题的迷思和相反的事实，我们可以看看威廉·詹宁斯·布赖恩的例子。还记得他吗？他是非常有名的演说家、平民领袖，他发表过著名的《黄金十字架》演说，并在1900年总统选举之前的竞选活动中倡导银本位制，但支持者寥寥（参见附录六）。

美国政府在1971年再一次放弃了金本位制，但一种新的本位制出现了——人们普遍认为黄金是投资组合的终极保值产品。这种想法时而出现，当它占主导地位的时候，你会经常听到一种说法，即金价上升时，股价会下跌，反之亦然。黄金相对于股票的波动性成了很好的保值品。由此产生了一个流传了很长时间的说法，类似于“当资本主义注定要失败时，黄金会保护你”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候人们还会把黄金当作有效的通货膨胀预测工具，认为金价上升对股票投资者来说是很坏的信号，因为股价一旦下跌，通货膨胀就会加重，最终会阻碍经济增长。但事实真的是这样吗？人们对黄金的热爱时增时减，通常在金价长期保持高位的时候会非常强烈。

黄金保值

人们认为黄金可以保值的想法与投资者心中很多根深蒂固的想法一样，似乎符合常识。黄金是一种商品，你能看得见、摸得着，也可以拥有它。而股票只是几张纸而已，现在它连几张纸都没有，只是一些虚无缥缈的数字。因此人们自然而然地认为，这两种不同种类的资产收益也不太一样。而且由于之前很长一段时间美国和其他国家的政府都将货币价值与黄金挂钩，持有黄金也是很自然的了。

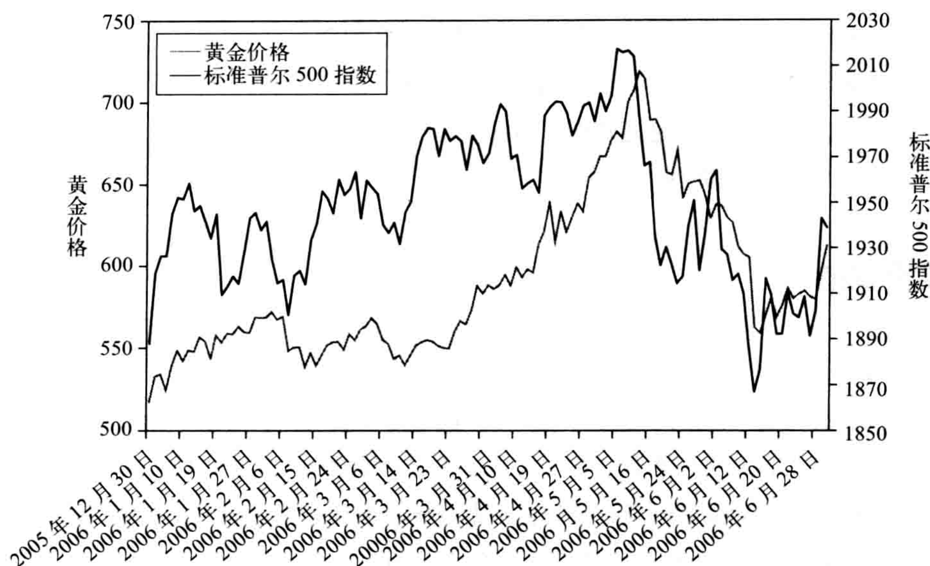
但这些想法真的对吗？我越是经常听到人们将自己对黄金的信念与政府古老的金本位政策联系在一起，我就越是对它产生怀疑，尤其是当我想起金本位制始于重商主义时期的时候。

下面运用本书第一个问题思考：黄金真的是一种很好的保值商品吗？如果是，那它的价格应该与股价呈负相关。请参考两者短期和长期的表现。例如，我在2006年中期撰写本书第1版时，股市刚刚经历了一场很常见的全球性回落。如果黄金是一种非常有效的保值品，它的价格应该在股价下跌时继续上升，或者至少保持不变。图6–6给出了2006年上半年的黄金价格与标准普尔500指数的情况。

黄金并没有像投资者期待的那样升值。在这半年当中，黄金价格与股市走向基本呈正相关，而不是负相关。股价大幅下跌，黄金也一样。如果你希望利用黄金弥补自己在下跌的股市中受到的损失，那你实际上遭受了双倍的损失。金价与股市走向一致，说明它与股市的波动性几乎相同。再想想2009~2010年的情况，这段时间股市上涨，黄金也上涨，两者基本上还是呈正相关。在2010和2011年全球股市回落的时候，金价没有继续上涨，而是也出现了小幅回落。

研究短期的市场活动很有意思，但对预测未来没有什么参考意义。如果黄金并不足以成为一个可靠安全的保值品，那么作为一种长期投资产品怎么样呢？图6–7显示了1973年布雷顿森林体系崩溃、黄金可以自由交易以后，在黄金、美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司

图 6–6　黄金价格与标准普尔 500指数



资料来源：全球金融数据公司，每盎司金条价格（美元/盎司），标准普尔500总收益指数，美国10年期政府债券指数总收益，1973年11月30日~2011年9月30日每月收益情况

图 6–7　在美国股票、债券和黄金上分别投资 1美元的收益情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票和美国10年期债券上分别投资1美元的结果。在这期间，在黄金上投资1美元可以得到16.04美元，在债券和股票上分别能得到21.58美元和37.76美元。这个结果还包含了近几年人们抢购黄金的因素。

金价也许会继续上升，也许不会——不过如果你一味地追求收益增长，那么无论你将黄金作为一种保值商品还是长期投资品持有，都不会获得什么好的结果。要想利用黄金交易获得良好的收益，你必须善于把握买入和卖出的时间。你必须考虑清楚，如果你不善于把握这个时间，那为什么还要投资黄金呢？答案最终都会落到一点上：关于黄金，我知道什么别人不知道的信息？

黄金、通货膨胀和期限为206年的长期债券

黄金可以带来不错的收益，前提我们能从它的价格走向看出通货膨胀会如何发展。相当多的人都认为，黄金价格升高意味着离一场无法控制的通货膨胀不远了。

但本书第一个问题告诉我们，这个想法也是错误的。通货膨胀是一个跟货币有关的现象，它可以告诉我们市场上有多少货币在流动。如果货币供应量相对于市场货物销售总量过大（货币供应由中央银行决定），那么这些货物的价格就会被推高。一定范围内的通货膨胀很正常，而且也有好处。通货膨胀率很低的时候，人们不会担心；只有当它达到很高的程度时，所有人才会害怕。

不受控制的通货膨胀，例如20世纪70年代的那场通货膨胀，会引发真正的问题。它在很多方面都非常极端。在20年代早期德国魏玛共和国时期，中央银行对市场的控制不够严格，发行了大量货币，导致货币不值钱了。那时的德国人甚至用钞票做燃料，因为这些钱根本不足以购买煤或木柴。过了几年，纳粹势力开始统治德国，引发了极度通货膨胀。但低水平的通货膨胀并没有那么可怕。如果让你选择，你会倾向于低水平的通货膨胀，还是低水平的通货紧缩？也许你会选择通货膨胀，虽然从统计学的角度讲，这两个概念就像同一把剑两边的刃一样。通货紧缩意味着新增货币量无法满足新增产品和服务的需求，导致物价下跌，也会导致一些问题，例如可能会造成经济活动低迷、大规模经济停滞、人们大量失业等。

那么这与黄金有什么关系呢？什么也没有。黄金是一种在自由和开放市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的商品。通货膨胀是一种与货币有关的经济现象，正如米尔顿·弗里德曼所说："无论在哪里，通货膨胀永远是一种货币现象。"原因很简单，经过一段时间，黄金以与通货膨胀率相同的比率升值，所以你不能指望黄金来告诉你通货膨胀的发展趋势。它只能告诉你，在很长一段时间过后，黄金投资者获得的收益少之又少——正如图 6–7 所显示的那样，而且大多数工业商品的利润也很低。

黄金不是一个好的长期投资对象，还无法预测通货膨胀，那么有什么是可以预测的？利用本书第二个问题，答案很容易就得到了。

是什么？不是什么？

在这里，本书第二个问题需要与第三个问题同时发挥作用，提醒我们要从全球的角度思考。但首先，我们需要弄清楚通货膨胀到底是什么、不是什么。人们往往以为通货膨胀是影响生活成本的一个因素，但事实并非如此。通货膨胀是所有新增商品和服务的平均价格，你买或者不买都没有影响。它与黄金或者其他任何商品的价格没有关系。它与二手车价格也不相关，但二手车价格会受到通货膨胀因素的影响。它也不能反映工资水平，但工资在通货膨胀所包含的范围之内。它是所有新增商品和服务的平均价格，因此只反映了用于购买普通商品和服务的货币的价值变化。

也许一些商品和服务的价格增长（或下降）幅度很大，另一些的增长（或下降）幅度很小。汽油价格上涨了很多，医疗服务价格上涨了很多；电子产品价格下降了很多，股票经纪人（一种服务）佣金下降了一点，鞋子的价格下降了一点……即使是在一个通货膨胀率为 0 的社会里，也不是所有商品和服务的价格都一直保持不变，而是有一半的价格在上涨，另一半在下跌，而且上涨和下跌的速度也都不一样。

年纪大一些的美国人需要为自己的医疗保险和孙子的私立学校和大学教育存钱，他们常常认为通货膨胀是无法控制的，通货膨胀指数的严重性在很大程度上被低估了。问题在于，他们到底用通货膨胀的这部分钱购买了什么。我无意为通货膨胀指数辩护，因为我始终认为所有的政府经济指数几乎都是不准确的。但不管CPI能否正确反映通货膨胀的严重性，都不能说明你购买的商品或者服务能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反映市场平均价格和通货膨胀水平。很少有人能经历平均价格。消费者的购物习惯千差万别，而一个年轻人购买老年人或中年人用的东西就会很奇怪。

让我们回溯得更久远些。在1900年，大多数商品都是美国制造的。但在今天这个全球化迅速发展的时代，超市里的商品来自世界各地，而且大多数“美国制造”的东西也只有一部分是美国制造的。从某一个国家进口的某一种商品价格的升高可以全部或部分用另一个国家、另一种商品价格的降低来抵消。通货膨胀已经上升到了全球的层面。在过去20年中，我们看到美国出现通货膨胀的时候，日本和大部分亚洲其他国家都在经历通货紧缩，因为这些国家的新增商品数量多于新增货币数量，而且它们新生产出来的商品价格往往下跌。但不管怎样，在通货紧缩期间，有一些商品的价格会上升，有一些会下降，还有一些会降很多。

“通货膨胀”这个概念始终与平均价格有关。日本的通货紧缩（包括在日本生产并出口到美国的商品的价格）有助于降低美国的通货膨胀水平。在某种程度上，美国将部分通货膨胀出口到日本，日本又将通货紧缩出口给美国，两个国家相互抵消。

所以，如果你购买的商品或服务无法体现通货膨胀水平，那么美国的商品和服务的平均价格总体上也不能反映通货膨胀程度。要想更好地了解这个问题，你需要从全球的角度去思考，这样你才会减轻顾虑，因为全球化有利于减轻通货膨胀对某一个国家造成的影响。全球竞争导致劳动力和技术在各国的分工越来越明确，一个国家短期的产能过剩可以弥补另一个国家的产能不足。美国很多商品和服务的价格由于受到外来竞争的影响而下降。每天都有商品（比如筒袜、玩具、汽车还有其他杂货）的价格因为通货膨胀的影响而比几年前更低。人们没有意识到这一点，因为媒体整天都在报道原油和钢铁价格上涨的消息。人们只看到原油和钢铁的价格在上涨，而没察觉到汽车的价格已经降低了。

但通货膨胀加剧有没有任何信号呢？它不会是你的购买习惯，它不可能从蒙大拿州甚至全美消费者的购物习惯中体现出来。可以反映通货膨胀的只能是衡量全球货币价值的某种东西，因为通货膨胀只与货币有关。试着用本书第二个问题思考一下：什么东西能很好地衡量货币价值？今天的汇率在什么水平？明天的呢？

我们都知道这样一个事实：如果我们今天借钱，明天就可以消费了。借钱时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都知道为了这笔钱我们要支付多少报酬。从长期来看，我们支付的报酬就是所谓的长期利率。10 年期国债利率就是衡量在美国长期借钱的成本的一种方法。

从贷方的角度讲，如果通货膨胀迅速发展，那么把钱借给别人就是一笔非常容易亏本的买卖。贷方都希望通过提高利率来弥补高通货膨胀和高风险的损失。美国与其他国家的消费习惯可能不一样，但全球的长期利率会受全球长期通货膨胀的影响。因此，全球长期利率对通货膨胀预期的变化很敏感。在这里，我建议你回顾一下第 2 章讲到的全球短期和长期利率的概念。全球长期利率可以帮助你看清楚全球通货膨胀的发展趋势。

在我 2006 年写作本书第 1 版的时候，全球通货膨胀还不是很严重，全球长期利率几乎达到了历史最低水平。（我在 2011 年更新数据时发现，这一数字更低了。）如果通货膨胀在不断加剧，全球长期利率也很可能升高；而如果通货膨胀有所缓解，全球利率也应该随之降低。

记住，全球利率就是借钱的成本。图 6–8 显示了全球或某一个国家的货币价值走向。这张图最后一次更新是在 2011 年。欧元利率受人们对债务担忧的影响而走高，但尽管如此，欧元利率总体上仍然低于 20 世纪 90 年代中期的水平。在欧元区之外，其他国家的利率都非常低。

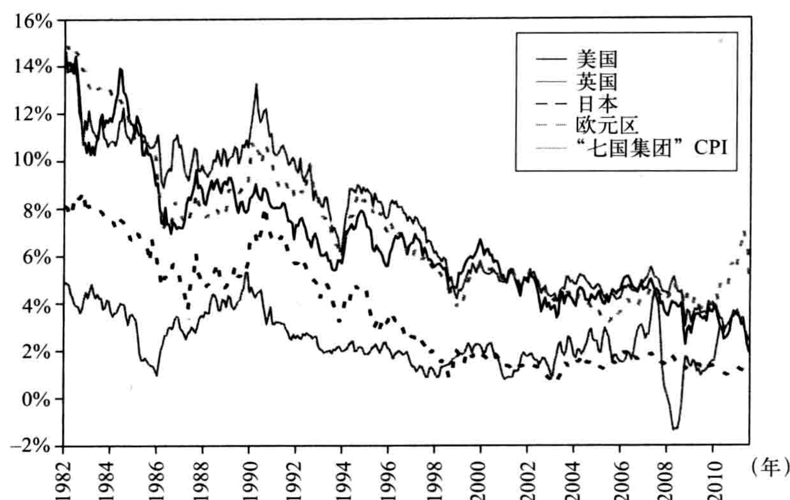
全球长期利率最近几年表现良好，说明市场没有意识到通货膨胀在加剧。你理解了一个其他人都没有理解的问题。更重要的是，我们可以看到，历史上长期债券对通货膨胀更加敏感，因此它也是一个很好的指标。

为什么通货膨胀以及长期利率在过去 30 年间一直在稳步下降呢？从 20 世纪 80 年代初期开始，各国中央银行就通过自由贸易和全球化在 70 年代针对通货膨胀的战争中占据主动。这个做法使全球长期利率逐渐从历史的高水平开始回落。

也许根据你的记忆，情况不是这样。图 6–8 的确让你觉得 10 年期利率一直在下降，虽然中间经历了一些曲折。但这如何能够预测通货膨胀呢？此外，最近几年，专业的预测人士始终认为这个下降趋势将会逆转。但通过阅读第 4 章，你应该知道这些专家在预测长期债券走势方面也经常会犯错。

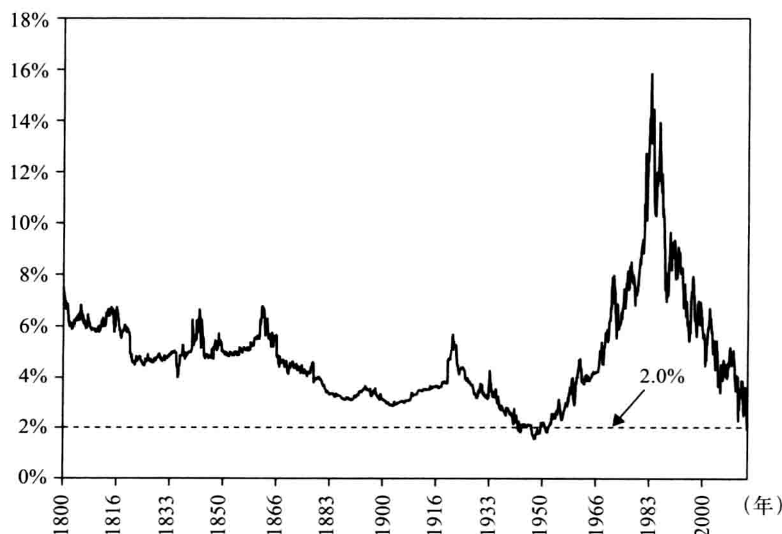
图 6–9 显示了 1800 年以来的美国长期利率水平。首先，投资者经常说现在 10 年期国债利率已经达到了“历史最低”水平。它的确很低：2011 年时，10 年期美国国债利率只有 2%。但我们还可以从另一个角度去研究它。也许你认为 20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，美国10年期债券到期收益，英国10年期政府债券收益，日本10年期政府债券收益，欧元区10年期政府债券收益，“七国集团”CPI，1982年1月31日~2011年9月30日的数据

图 6–8　全球长期债券



资料来源：全球金融数据公司，美国10年期债券收益率

图 6–9　美国 10年期国债收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪 70 年代的长期债券利率“高得吓人”。投资者可能感到沮丧，因为他们再也无法像 70 年代那样以 13%的利率购买国债了。但他们忘记了，当时的经济发展几乎停滞，通货膨胀让所有“高得吓人”的债券收益变得不值钱了。

其次，很明显，长期利率的上涨与货币管理不当也有关系，后者造成了 20 世纪 70 年代的极度通货膨胀。为什么呢？因为长期债券是在自由和开放的市场中交易的，它代表了市场对通货膨胀的真实预期。不要参考短期利率——记住，短期利率是由中央银行一手垄断的。长期债券利率没有人能控制，它完全是由自由市场来决定的。因此它反映了市场对中央银行决策质量的预期，是一个不错（虽然还不够完美）的指标，至少现在是，因为市场正在对未来的通胀风险进行定价。

现在你可以熟练地运用本书第一个问题来破解迷思了，你可以继续寻找新的规律，为利用第二个问题做出投资决策做好准备。接下来请继续阅读第 7 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第7章 令人震惊的事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供给与需求，仅此而已

本书的部分内容是讲述如何通过处理其他人无法理解的信息、开发新的资本市场技巧来了解别人不知道的信息。如果我们的大脑无法以一种方法有效地处理信息，我们就可以转换思维方式，选择一种更有效的方法，就像在市盈率和盈利率之间转换一样。或者我们可以把对象一分为二，把每个部分当作一个新的问题去研究。还有一个方法，就是问问自己："它与什么是相关的？"

媒体新闻提供了大量有用的信息，前提是你能够通过本书第二个问题把分散的信息都联系起来。你要做的就是培养创新思维，试着问自己："我想知道这个信息是否预示着什么？会不会只是我的胡思乱想呢？"兼并和收购活动时有增加。如果一个经济体的规模不断扩大，这些活动增加也很正常。资产负债表趋于合理、资金规模很大的公司会寻求扩大有价值的市场份额，收购相似的产品生产线，开展纵向合并，培养新的核心竞争力，开发新的产品类型，或者增加产品的多样化。从某种角度来说，这些做法很普通，没有什么特别之处。

但它对股市来说有什么意义呢？传统观点认为，兼并热潮会导致股市业绩惨淡。部分原因在于兼并活动往往在经济上涨一段时间以后出现，而在那以后有时会出现经济衰退。20 世纪 90 年代后期的兼并活动就伴随着科技板块 IPO 的抢购风潮。在类似于时代华纳接管了美国在线的交易大量出现以后，我们通常会迎来熊市和经济衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兼并活动经常会引发意想不到的后果，这一点很容易理解。毕竟，销售者（对本行业非常了解的人）对他们卖出产品的了解要多于消费者（这个行业的局外人）对自己购买商品的了解。消费者相对于销售者而言处于劣势，他们期待价格会下降，到最后发现自己被剥削了。

我在《华尔街的华尔兹》一书中提到过这一点。当时我弄错了。从历史经验来看，这个观点有一定的正确性，但我当时过于强调一些时期的表现，而忽略了其他时期。我的结论主要是依据 20 世纪 20 年代和 60 年代后期的兼并活动得出的，因此我那个时候说的话在很大程度上受到了潜意识中数据挖掘和证实偏差的影响。现在我能看到自己当初的错误，知道只有一半是可信的。这取决于交易性质随着时间的改变而改变。

现金、股票还是二者兼有？

与 2002 年以来的交易活动相比，20 世纪 90 年代的兼并活动以及 20 年代和 60 年代末的交易活动在交易形式上有很大的不同。发生在 2003~2006 年的大规模公司兼并活动大多以现金形式交易，而在上面提到的三个早一点儿的时期，交易形式主要为股票。2002 年以来，收购方以支付定金的方式来购买被收购方的股票；而在以前，收购方仅仅通过发行新股为收购活动筹集资金。接下来要用本书第二个问题来分析：两种交易形式有什么区别？它们对股票市场有何潜在影响？你从这里面看到了什么别人没看出来的门道？对大多数人来说无法理解的事，你能明白多少？

如果 A 公司用现金收购 B 公司，它实际上是用现金购买 B 公司的股票，并将这些股票注销。这样，在交易结束后，A 公司的股票数目跟交易之前一样多，B 公司的股票就不存在了。A 公司自己的股票收益与 B 公司的股票收益相加，使 A 公司股票的每股收益上涨。这个逻辑太简单了！

这个假设的前提是 B 公司的股票每年都能赢利，同时其收益水平超过了 A 公司购买 B 公司时借款需支付的利息额。然而，该收购活动直接**提升了**股票收益，因为股票已经被注销了；另外，在不考虑其他因素的情况下，收购方的每股收益也迅速增加。在这个案例中，由于被收购方的股票被注销，流通股的供应量也减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少了。我来总结一下：以现金形式交易的收购活动减少了流通股的供应量。如果需求不变而供给下降，价格就会升高。可见，现金收购是一种抬高股价的行为。

全部使用股票交易的收购活动则是另一种情况。在收购结束后，由于股票大量投放市场，稀释了股票价值，收购方的每股收益往往会下降。从这个角度看，假设A公司的价值是X，B公司的价值是Y。为了收购B公司，A公司必须以竞价的方式抬高B公司的股价。例如A公司竞价使B公司的股价升高了25%，达到了1.25Y。多出来那25%的价格是由增加A公司股票供应量来支付的，即发行一些新的股票。A公司通过发行新股来承担B公司的全部价值，并支付多出来的25%的股价。这样在交易结束后，实际股票数量比交易之前增加了。

现在，以B公司价值为1.25Y计算，如果它的市盈率高于A公司，那么在交易结束后，A公司的每股收益就会降低。在20世纪20年代、60年代末和90年代，这种交易比比皆是。美国在线和时代华纳之间的交易就是一个例子。流通股供应量的增加稀释了股票价值，并导致每股收益下降。

还有第三种类型的交易，即A公司用现金购买B公司的部分股票，再用新股购买B公司的另一部分股票。这种混合交易也很普遍，呈现出现金交易和新股交易各自的特点。但与单纯的股权交易相比，现金交易的特点更多一些，因为在这些交易中，收购方通常无法获得足够的现金来完全收购B公司，所以它会尽可能地筹集资金，同时也通过发行新股来弥补空缺。这些交易的规模往往都比较大。

假设A公司价值100亿美元，B公司价值200亿美元，现在A要收购B。对于贷方来说，规模比较小的A公司企图吞并规模较大的B公司是很可怕的。贷方可能只会借给A公司140亿美元来完成这项交易——只借这么多的具体原因我们先不予考虑。在交易开始之前，两家公司的流通股价值一共为300亿美元（A公司的100亿美元加上B公司的200亿美元）。为了收购B公司，A公司需要通过竞价的方式将B公司的股价抬高20%，使其总价值达到240亿美元。这样A公司用借来的140亿美元加上本公司发行的100亿美元新股，刚好可以完成这笔交易。在交易结束以后，A公司的股权为200亿美元，低于交易之前两公司的总和300亿美元。流通股价值减少了100亿美元，这与完全通过借债来完成交易相比似乎不算什么，但毕竟也是减少了。股票和现金混合交易几乎总会降低流通股的数量、增加收益，但不如完全以现金形式实现的交易增加的收益量大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些想法并不算很新了，所有在学校上过财务或基本经济学课程的人都应该知道增值和稀释价值之间的区别。此外，你还可以很容易地看出哪一些公司在进行并购交易、哪一些公司的股票被稀释或者增值。在这个高度规范化的经济世界中，只要有公司宣布开展并购交易、进行IPO或发行新股，或者打算在全球范围内获取石油等，我们都能得到消息，知道并购活动什么时候开始、交易额有多少、并购以什么形式实现等。

通过发行新股来实现并购的热潮增加了市场上流通股的供应量，而在不考虑其他因素的前提下，这意味着股市将开始下跌。以现金形式实现并购的热潮减少了股票供应，这也是股市下跌的前兆。但很少有人能看清楚这两种情况的差别。

导致股价变动的真正原因

在弄清楚你有多了解现金并购对股市的影响之前，我们必须首先研究推动股票价格的因素到底有哪些。这就需要把本书第一和第二个问题结合起来考虑。人们对导致股价变动的很多原因的认识实际上都是错误的，通过第一个问题可以反驳。用第二个问题——关于推动股价变化的因素，你能了解什么别人不了解的信息——也不难，对于很多人来说很容易理解，只是他们不愿意思考而已。

在这个广阔而美好，同时又有一些杂乱的世界上，导致股价变动的因素只有两个。不管在哪里，股价始终都是由供给和需求决定的。我在本书中自始至终都在强调这一点，但有时候最简单的道理对人们来说却最难以接受。供给和需求是大家都非常熟悉的概念，但很少有投资者会将它们与证券的价格联系在一起。大多数在大学里学习过经济学课程的人在结业考试以后就忘记了供给和需求是什么，也从来不会从供给和需求的角度去考虑证券产品的价格。拥有经济学博士学位的人也受过良好的训练，但在证券价格方面还是经验不足，而且几十年以后也不会把证券与供给和需求联系在一起。

大量的研究报告、新闻简报和媒体报导只会告诉你，在撰稿人眼里市场的走向如何，但大多不会以供给和需求的变化为分析依据。新闻主播、政客、股票经纪人或者网球陪练也许会告诉你，导致股价发生变化的因素可能是经济或技术指数、人们对流行文化的担忧、政治阴谋或者自我实现的预言。你可以点开你认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最可靠的金融网站，在上面你会看到“利率变化引导股票走向”、“失业报告拉低股价”、“石油恐慌导致股市动荡”等类似的标题。

你可能从没听到有人说过：“今天的股票供应量比较稳定，但股票需求有所增加，导致股价上涨。”这个说法太枯燥了！用供给和需求的理论解释股价的变动产生不了任何影响。媒体如果真的这样解释，人们也会认为它们有失水准。

但供给和需求这两个因素决定了我们购买的所有证券商品的价格。一些看似起作用的因素，例如监管力度加大或者外国股票侵占本国市场，根本上都是由供给和需求引起的——外国股票的入侵很可能降低对本国股票的需求，而监管力度加大有可能降低股票的供给。有很多因素可能对供给和需求产生影响，但最终起作用的还是供给和需求。

供给和需求的变化解释了为什么人们心甘情愿地掏出更多的钱购买甲壳虫乐队的正版唱片、知名设计师勒·柯布西耶亲自设计的椅子或者《星际迷航》的限量版海报，却没有人愿意为普通的回形针多付一分钱。首先，全世界的办公桌上堆放着无数个回形针，没人会在意它们。其次，如果你手头没有回形针，又不想跑去文具店的话，还可以用长尾夹或者橡皮筋，这叫作**替代效应**。与不容易被替代的物品相比，非常容易被替代的物品永远不会获得溢价效益。最后，回形针制作起来很容易。除非你像安迪·沃霍尔一样能用回形针做出玛丽莲·梦露的造型，否则普通的回形针不会有任何增值的空间。

在大学的经济学课程中，你应该了解到供给和需求都与人的情绪有关。需求体现了消费者以不同的价格购买商品的热切程度。通常，消费者更愿意以较低的价格购买商品，这一点合情合理。供给则体现了供应商以不同的价格提供某种商品或服务的热切程度。通常，他们希望以较高的价格卖出更多的商品。如果价格低到一定程度，他们生产商品的意愿就完全消失了。

如果生产者或消费者愿意按照同一个价格生产或购买商品，事情就变得很有意思了。如果生产商生产的意愿加强，也就是供给增加，而消费者不愿意再消费了，那么市场上就会充斥着这种商品，导致它的价格下降。你可能会问：“你凭什么认为供应商会这样做？”也许一种新技术的出现降低了生产成本，刺激了生产商的生产意愿，这有点儿类似于摩尔定律推动半导体产品价格在几十年之内始终保持在较低水平，促使电子公司更加愿意以较低价格生产更多半导体。从另一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面来讲，如果消费者的消费意愿增强，即需求增加，而生产者没有增加供给来满足的需求，那价格就会上升。道理非常简单。

购买或供应的意愿都受人们的心理活动支配。毕竟，意愿也是一种情感，情感与人们的心理活动有关。另外，人们的市场活动也与心理因素有关。所有这些道理你在课堂上都听到过——在这方面应该没有什么争议。

但涉及证券时，供给和需求的关系就没那么简单了。如果你在学校成绩不算突出，你可能不记得任何有关供给和需求对股权影响的内容。对股权的需求实际上就是人们持有或不持有某种证券的意愿。我们希望持有通用电气的股票，还是更想购买债券或者玛丽莲 · 梦露样子的回形针呢？你的需求有没有因为某种原因而发生变化？对你来说，通用电气和辉瑞公司的股票哪一只更合适？

受情绪的影响，我们对股票的需求可以发生非常迅速的变化，就像有人会突然暴怒，或者一部电影能让人突然大哭或者大笑一样。你可以通过观察每天交易的股票量看到人们的情绪变化。在这个网络互通的时代，人们可以突然有兴致买入或卖出股票，并在很短的时间内完成交易。随着情绪的高涨或低落，人们可以进行大笔的股票交易。

需求可以迅速发生变化，但都是在人们情绪的变化范围之内的。从这个角度考虑，你生气或高兴的最大限度应该是一样的，而且在合适的情境下，你可以迅速完成情绪的转变，但任何情绪都是有极限的。其他人可能会比你更加生气或者难过。也许你会抑郁，但其他人不一定会。也许你做任何事都非常谨慎，但过于谨慎的话，你的另一半可能会抱怨。我们的情绪会发生很大的变化，但作为一个群体的成员，我们都是普通人。所有投资者的总需求只会在整体情绪的变化区间内变动。回想一下“9 · 11”事件以后，人们的整体情绪发生了怎样的变化。由于需求可以迅速发生变化，它在短期内对价格有着非常大的影响。但它的长期影响就比较有限了，因为它只能在情绪变化的范围内活动，而无法超出这个范围。

我们换个角度来思考这个问题。对于任何人来说，长期保持极端的情绪都是很困难的，这就是为什么人们无法长时间保持愤怒或者难过。这种感觉就像你年轻时某一年夏天与朋友一起在夜晚的海滩上开派对，一切对你来说都那么完美，但第二天你会感到疲倦。有一些事会在我们的心中留下烙印，作为个体，我们都无法抹掉这个印记。在生活中，有些事会改变我们。但不管发生好的还是坏的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化，我们的情绪都只能在一定的范围内变动。而且不管我们的情绪怎么样，都不会保持太长时间。

因此，需求的变化会产生强大而迅速的影响，但强度和速度都在一定范围之内。这就是为什么相对于长期来说，需求的变化对价格的短期影响更大。

供给的变化就不同了。从短期来看，证券的实际供给量几乎保持不变，因为大量市场参与者发行新股或注销现有股票是需要时间和精力的。想一想IPO或者并购，甚至是债务发行活动，需要多长的准备时间，公司又能根据法律要求提前公开多少信息。供给增加实际上意味着供应股票的意愿增加。但最初的兴致很快就被减弱了，因为没有人真正确定交易能否成功。没有人能保证股票发行的所有必要条件都会实现——就算实现了，也需要很长时间。对于你不确定能发生的事，你也不能抱太大希望。只有交易成功实现，人们对它的热情程度才会增加。

以发行新股或债务为例。如果一家公司决定发行新股或债务，它首先需要找一名银行家负责管理这个项目。寻找合适的人选就需要时间，尤其是为了找到最优秀的人，公司会在几家投资银行之间选择，导致几家公司出现竞争。这种情况很常见。这时，打算发行股票或债务的公司对即将展开的交易还一无所知，也不确定自己有没有意愿和能力来完成它，或者客观条件是否允许。接下来，投资银行家会找一家比较大的审计公司（通常会从“四大会计师事务所”里面找）来撰写金融审计报告，这也比较耗费时间。在债务发行期间，投资银行家与发行公司一起运作，确保三大主要评级机构——穆迪、标准普尔和惠誉做出较高评级。与此同时，公司也开始准备相关文件，递交给负责评审发行项目的政府部门：从联邦政府的证券交易委员会到发行活动所在各州的主管部门（也可以是对口的国外监管机构，例如英国的金融服务管理局）。接下来公司要对交易进行宣传，这又要花掉几个月的时间。只有在所有这些程序接近尾声时，发行公司才能真切地感受到自己发行证券的意愿有多强烈。

也许等到一切准备工作都完成以后，市场的热情已经消退了。可能市场是在宣传期间慢慢消失的，也有可能一个与发行公司条件相当的竞争对手已经提前几个月进驻市场，抢占了所有的需求。有相当多的交易都是在最后一刻被取消的，会令人非常失望。

在市场条件最理想的情况下，如果所有的大公司联合起来，发行活动就不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么迅速、轻松地展开了——这时你会认为供给量在短期内不会出现什么变化。但不管谁告诉你什么，你都无法预测很长时间以后的供给量。没有人知道5年或20年以后会有哪些不寻常的因素对股票的发行或者注销产生影响。如果你听到有人说，未来10~20年，股票会成为一个很好或很糟糕的投资对象，那说明他们对资本市场的运作方式根本不了解。

10年以后的股票价格将会由7年、8年或者9年以后的供给量决定。我写作本书期间，还没有人掌握任何帮助他们预测10年以后的股票价格的资本市场技巧。股票的总体趋势是上涨的，但除此之外，没有任何人能预测出两年以后的情况。换句话说，需求的变化在短期内的影响比较大，而供给变化的影响更体现在长期投资中。有时候你能预测到需求的变化，而别人都做不到——但也只是未来一两年的情况而已，那以后的形势你也一无所知。从长期来看，需求会在低点和高点之间反复波动，但需求只能呈现出一种趋势。

股票需求的三个驱动因素

由于证券的供给在短期内保持不变，你更应该将大部分注意力放在需求的变化上。弄清楚需求的变化趋势以后，你就能知道如何做出短期预测了。（这是通常情况，但有时候你必须依靠供给，我们之后会谈到这一点。）其他投资者往往意识不到这一点。抛开其他因素不谈（不管是媒体新闻、朋友的建议，还是所谓的专家教给你的投资技巧，都不要理会），把精力放在寻找影响需求的因素上。在这里，本书第三个问题开始发挥作用了。影响投资者需求的因素主要有三个方面，包括经济因素、政治因素和投资者情绪因素。

经济因素

GDP增长、公司收益、技术创新、财政赤字、汇率等经济现象都可以成为经济方面的驱动因素。举个例子，如果GDP增长迅速，公司收益超出了预期，人们对经济前景就会非常乐观，而且在购买证券产品时倾向于承担更多的风险（除非他们认为情况过于乐观而有可能会走下坡路——有时候也会出现这样的情况）。如果经济出现衰退，CEO们犯罪的消息也不断出现，投资者对股市的热情就会消退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者在这里会陷入困境，因为他们或者给他们提供信息的人有一方没能正确地分析经济新闻。另外，投资者对已知信息比较关注，如果GDP报告显示经济发展的趋势超出人们预料，这时候你才采取行动就太迟了。市场永远在新闻出现之前，而不是消息已经广泛传播以后才变化。经济新闻的作用是帮助你看清当前（或者不久以前）的形势。你必须根据这些新闻对经济因素的变化，以及它对需求的潜在影响进行独立的判断和预测。

政治因素

选举活动、政策的变化（预示着税法将有新的改动）以及其他类似的政治活动都是政治方面的驱动因素。回忆一下第2章的内容，新的立法造成的威胁，尤其是对财产权的威胁，会导致人们做出规避损失的行为，并产生恐慌。政客们对市场风险规避的影响远远超出了他们的想象。

总体来说，资本市场害怕改变，这就是为什么与总统选举周期有关的资本市场技巧会发挥作用。市场永远无法确定某一位政客有怎样的性格特点。对股市来说，最好的政治局面就是出现了僵局，就像20世纪90年代中后期的情况一样，因为这意味着不会有什么改变发生。1994年11月的总统选举到2000年期间，股市获得了很好的业绩，同时政治领域也出现了僵局，这不是巧合。如果民主党总统卷入了一系列丑闻事件，并为选票操心，同时共和党议员以微弱的优势使立法获得通过，市场就不会有任何担忧。

很多人都以为降低税率会导致财政赤字，进而危害经济发展。你可以利用本书第一个问题揭露这个观点的荒谬之处，并依据它做出投资决策。很多看似理性的人会在报纸上发表专栏或者评论文章，声称降低税率会造成赤字问题，导致政府资金严重短缺、经济衰退、股市下跌、失业率下降、人们失去希望等后果。一派胡言！这些人都没能理解本书第6章的内容，赤字往往促进GDP迅速增长，使股市收益丰厚。更重要的是，政府从来不会有什么正确的行为，民主党和共和党领导的政府都一样。福特总统曾经说过：“如果政府开始酿造啤酒，那肯定又贵又难喝。”

投资者情绪因素

第三个驱动因素是投资者情绪，这完全是情感方面的。人的情绪一直在变化，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一周、每一天甚至每一秒都不一样。影响投资者感受的是外部因素。在很多方面，这个问题都不算复杂。在沙滩上开派对让你很开心，但第二天你可能感觉不舒服。第三天你很可能又感到开心。情绪变化快的部分原因在于人们无法长时间保持同样的心情。但我们可以通过人为的方式暂时影响人们的情绪。

忧虑之墙

如果媒体新闻都不看好股市，你的朋友和同事也都在抱怨行情不好，那你完全可以相信股市很快会好起来的，市场情绪也会在某个时候开始好转。那些对股市行情感到非常担忧，并在低点的时候受后见之明偏误影响而卖掉股票的投资者，很快就会重拾信心并开始买入。如果股价升高，人们的第一反应是很开心。但股价升高会让人们感到害怕。如果股价的增幅超出了人们的预期，他们就会担心股价可能要开始下跌了。我之前说过，投资者对损失的担忧超过了获得收益时的兴奋，导致焦虑情绪增加，这就是众所周知的牛市攀爬的“忧虑之墙”。这面墙越高，意味着人们的忧虑感越强。他们不清楚“忧虑之墙”升高的原因，因此不理解它为什么不能下降。正因为投资者对损失的厌恶多于对收益的期待，忧虑情绪的负面影响就占据了主导地位。

熊市第一年的收益情况就是很好的证明。有时人们认为自己正经历最大的市场风险，他们其实忽略了风险最低的时期。从表 7–1 中我们可以看出，真正的熊市第一年的收益往往都超出了平均水平。

表 7–1 熊市出现以后的股市收益

熊市触底时间	标准普尔 500 指数自低谷以来 12 个月收益
1932 年 6 月 1 日	120.9%
1942 年 4 月 28 日	53.7%
1949 年 6 月 13 日	42.0%
1957 年 10 月 22 日	31.0%
1962 年 6 月 26 日	32.7%
1966 年 10 月 7 日	32.9%
1970 年 5 月 26 日	43.7%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

熊市触底时间	标准普尔 500 指数自低谷以来 12 个月收益
1974 年 10 月 3 日	38.0%
1982 年 8 月 12 日	58.3%
1987 年 12 月 4 日	21.4%
1990 年 10 月 11 日	29.1%
2002 年 10 月 9 日	33.7%
2009 年 3 月 9 日	68.6%
平均收益	46.6%

资料来源：全球金融数据公司，标准普尔 500 指数价格收益

第 4 章的正态分布图很好地反映了投资者情绪的变化。它反映的是某一个时间投资者的情绪，而不是未来的变化趋势。如果你意识到并接受了这个事实，你就可以更好地预测未来的变化。例如，在 20 世纪 90 年代后期，人们普遍认为股市不会上涨。但由于需求非常低，呈上涨趋势，股市实际上涨幅很大。正态分布图是一个相当不错的对资本市场技巧的创新，在反映投资者情绪方面很有效。

供给如何发挥作用

供给就像一台手风琴一样，不断被拉伸或收缩。与市场能承受的极限不同，IPO 或者重新发行的股票数量，以及债务总量似乎都是没有上限的，只要符合经济发展规律就可以。另外，通过回购股票或者以现金交易展开的并购活动被收回并注销的股票数量也是没有限度的。

如果相当多新发行的股票进入市场，股价必然会下跌。我们找一个热门行业分析一下，例如 20 世纪 90 年代后期的科技行业。由于股价迅速上涨，每个人都想从股市中分一杯羹。假设 A 公司生产出了一种新产品，私有市场价值达到了 10 亿美元。它以比较高的价格发行新股，筹集到了大量资金，但对公司的控制权没有放松很多——假设它获得了 2.5 亿美元，只放弃了 20% 的控制权，原有的 80% 公司股票仍然由私人持有。A 公司现在拥有 12.5 亿美元。公司的创立者和其他股东最初持有的股票流动性并不高，但现在他们得到了公开发行的证券，每天价格的浮动都足以让他们的资产翻番，这让他们很开心。另外，投资银行家也很高兴，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为他们能从2.5亿美元的交易中获得7%，也就是1 750万美元的佣金！

旁观者看到这家公司的股价一直在上涨，就希望市场能让另一笔相似的交易也获得同样的收益。为此他们找到一个企业家和风险投资公司，成立了B公司——与A公司一样，也是一家私人持股的公司。他们找到投资银行家来帮助IPO上市。也许他们只是有点子，但没有任何资金，就像20世纪90年代的很多互联网公司一样。如果B公司的发行活动进展顺利，就会有人再成立C公司、D公司，甚至E公司等。

A公司发现，作为高质量产品生产线的最初开发者，它可以继续发行新股来筹集更多的资金。它认为，相对于其他刚成立、没有什么经验的公司，自己可以获得更高的溢价收益。这一次，A公司筹集到了3.5亿美元，只放弃了17.5%的控制权。现在A公司的价值达到了20亿美元。

X公司是一家比较成熟的公司，没有什么创新，总价值为1 000亿美元。它现在认定自己无法生产非常抢手的产品，于是对A公司虎视眈眈，打算以30亿美元的价格收购它，以发行新股的方式支付。因此，A公司的股票就不存在了，取而代之的是X公司新发行的股票，总价值比A公司之前的20亿美元还多了10亿美元。A公司的股东得到了好处，但市场上突然间出现了大量的新股，而收益却没有变化。与大多数用发行新股的方式交易的并购活动一样，这次并购也稀释了股票收益。热门产品行业市场充斥着大量的IPO和新股。供给迟早会远远超出需求，导致股价下跌。如果需求继续萎缩，股票就会变得一文不值。

2000年3月，科技股在科技公司疯狂发行IPO以后几近崩盘。在2002~2003年间，全球市场需求出现了双触底。为此，人们纷纷指责科技股泡沫，认为科技股的股价过高，贪婪的CEO也成了众矢之的。另外，公司的财务政策也被指责过于宽松。

事实上，科技股泡沫的破裂正是由于市场供给过剩，需求跟不上供给的增长而导致股价下跌，这是最准确的解释了。一些人归咎于投资银行家，但不管你怎么想，指责他们是非常不公平的，因为他们只是依据投资者的意愿行事。真正的罪魁祸首应该是投资者的过度自信，致使他们不加限制地在一个板块投资。他们的投资情绪高涨，导致需求过剩。如果没有他们的需求，投资银行家和发行股票的公司是不会用这么多股票来扰乱市场的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应该警惕自己对“热门行业”IPO的过度追捧。纵观整个投资历史，每出现一个热门的板块，投资者都会说：“这次的情况跟以往不同。”但实际上，这次与以往没有什么不同，有差别的只是一些无关痛痒的细节。只要是股票供给量超过需求量，导致股价升高，情况就都是相似的。（附录七中将科技板块的泡沫与1980年能源板块的泡沫进行了比较，详细解释了情况不会有任何差别的理由。）

并购风潮

股票的供给量可以无限增长（从长期来看会导致股价下跌），但也有下降的时候，比如公司认为自己的股票价格太低，打算用现金回购一部分。我们在第6章讨论过，通过用现金回购股票，或者以现金形式交易的收购活动，股票可以被无限度地注销。利用本书第二个问题我们可以知道，以现金交易的并购风潮可以带来丰厚的股市收益。在不考虑其他因素的前提下，如果需求不变（或者增加）而供给减少，股价就会升高。

这个结论对你来说有什么意义呢？很简单，记住，用股票交易的并购活动（稀释股票价值）和用现金交易的并购活动（增加股票价值）是有区别的。如果市场上出现了大量的IPO，以股票形式交易的并购活动也越来越多，预示着股市将开始下跌。你应该以此作为预测股市未来走向的依据之一。相反，如果以现金形式交易的并购活动增加，股市将有可能出人意料地上涨，但很多投资者都不知道如何利用这个信息。

如果你知道现金交易的并购活动增加是一个利好信息，你就可以更好地对未来做出规划。但这是否也告诉你应该增加哪个行业的股票持有量、具体购买哪只股票会增加收益呢？当然了！你可以关注一下有并购交易发生的板块，制订一个严密的计划，买入被收购公司的股票。如果你能准确判断出哪家公司是被收购的，到并购交易完成的时候，你就会获得相当好的收益。这个钱赚得非常容易。

把握好并购活动带来的机遇

你可以通过找到一些有可能被收购的股票，借着并购的机会获利。被收购公司的股东获得的溢价往往会推动股价大幅升高。良好的并购目标会有以下特征：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司股价低
- 自由现金流充足
- 资产负债表比例合理
- 品牌声誉好
- 拥有地区优势
- 市场份额高
- 规模小
- 分销面广
- 没有大规模控股的股东

好消息是，你可以从股东报告中了解公司的上述特征——这些报告可以从公司网站上免费下载。下面我以两个公司为例（我在《福布斯》杂志上曾将它们视为被收购目标），告诉你们如何寻找合适的目标，并研究它们的特征。

2005 年 5 月 9 日，我在《福布斯》杂志上撰写专栏，对MBNA公司进行了研究。它是全球最大的信用卡公司，人们常用的维萨卡、万事达卡和美国运通卡都是这家公司发行的。它的策略是以协会和金融机构等相似度比较高的团体为服务对象。如果你有信用卡，它很可能就是MBNA公司发行的。除了信用卡业务以外，它在个人贷款和房屋净值贷款等方面也有不错的业绩。它几乎具有所有收购对象的特征，比如良好的品牌价值、健康的资产负债表；此外，它的股票价格为盈余的 12 倍，看上去非常便宜。美国银行（Bank of America）也希望在这几个行业扩大业务、增加收益，因此它在 2005 年 6 月 30 日宣布收购MBNA，结果当天MBNA的股票就上涨了 24%。如果你听从我的建议事先购买了MBNA的股票，你就会获得高达 30%的收益。

加拿大太平洋航运公司（CP Ships）也是一个很好的收购对象，我在 2005 年 4 月 18 日撰写的《福布斯》专栏中论述了这一点。公司的集装箱航运业务设在了英国，但 80%的业务仍然集中在北美洲。该公司有一支由 80 艘船组成的航运团队，使它成了很多航线的主导者。2005 年航运业普遍低迷，对这家英国公司的股票进行投资的人很少。当年该公司的股票价格为盈余的 13 倍，看上去很便宜，同时实际收入达到了 37 亿美元。德国途易集团（TUI AG）是一家大规模、业务多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的旅游和航运公司。它在2005年8月22日宣布收购加拿大太平洋航运公司，迅速而又不费太大成本地扩展其航运业务。加拿大太平洋航运公司的股东所持股票在当天就上涨了8%。如果你听从我的建议事先购买了它的股票，就会享受高达56%的收益。

如果你确定一家公司的股价很低，但相对于收购者长期贷款的税前成本来说收益率很高，那么这笔收购交易将以现金的形式完成。假设公司的平均借款利率（即评级为BBB的公司的10年期债券利率）为6%，公司平均税率为33%，那么借款的税后平均成本为4%。如果被收购方的溢价收益达到25%，它的盈利率很可能高于4%。因此，在交易公开之前，被收购方的盈利率会高于5%，即市盈率低于20。为了实现收购方的每股收益最大化，盈利率越高越好。大多数以现金形式交易的并购活动往往都会产生市盈率较低（高盈利率）的价值型股票。你可以试着找出这种类型的股票，从而在现金并购的热潮中获得收益。

没有哪一种股票会永远保持优势

供给和需求是决定股票价格的两个因素，发行或注销股票的数量也是没有限度的，这就解释了为什么没有哪一种指数、规模、板块、国家或行业的股票会永远保持优势。（还记得第4章的图表吗？）如果某一板块的股票（例如价值型小盘股、成长型大盘股、日本股、生物科技股等）的投资者认为这个板块永远比其他类型的好，那他们就错了。

但如果有投资者告诉你，他投资的板块是最有优势的，而且很多人都赞同他的观点，这就体现出这些投资者对市场的无知。在合适的市场条件下和长时间范围内，股票供给的变化有非常大的弹性，同时在短期内需求也不断变化。没有任何证据可以证明某一个板块股票的供给是有上限的，它不能被购回、注销，长期的变化也是无法预测的。你可以这样想：如果投资者对某一个行业的股票有需求，投资银行家一定会发现——他们并不关心投资者对这个行业的预期。

例如，很多人都是价值型小盘股的忠实粉丝。我给你个小提示：每当成长型大盘股业绩不佳时，价值型小盘股就会有不错的收益——这两种股票就像地球的两极一样，完全相反。一方表现好，另一方就一定很糟糕。不管什么时候看，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都会发现投资者坚定地认为价值型小盘股永远比成长型大盘股更优越。

大约 30 年前，即价值型小盘股这个概念出现很久以前，我就已经开始研究它了。我的第一本书《超级强势股》就是关于市销率的，尤其是如何根据市销率先于其他人找到价值型小盘股。那个时候**“价值型小盘股”**这个概念也还没有出现。直到 20 世纪 80 年代中期，当这些股票收益很好的时候人们才开始使用它，那个时期与 21 世纪初的情况很相似。

Callan Associates 是一家面向机构投资者（主要是养老金固定收益计划）的大型咨询公司。1989 年，这家公司在机构投资者中创建了第一只价值型小盘股小组，主要负责评估投资经理的表现。在小组创立之初，除了我们公司之外，只有 11 所机构是它的成员。这家公司找不出任何其他专门从事价值型小盘股业务的经理。20 年前，这个概念还没有普及。

现在，我们公司仍然为大型养老金固定收益计划、养老保险机构和基金会管理资金。这几个板块适合建立大规模的投资组合（所有的机构投资者都在这几个板块建立了大的投资组合）。它们有很抢手的时候，也有成为冷门的时候，但人们往往意识不到这一点。

我并不反对持有价值型小盘股，或者支持购买大盘股，对整个股市也没什么意见。我想说的是，有时候看似顺理成章的事情最终却并没有按照人们的预期发展，而这需要很久才能体现出来，这个漫长的过程会逼得人发疯。在 5 年、10 年甚至 20 年的时间里，供给的变化在很大程度上决定了股市收益。从长期来看，所有主要的股票板块都将获得相似的收益。就算你对某一类股票的热爱不会持久，也无法保证未来永远都能获得较高的收益。

美元疲软还是坚挺——有何影响?

你掌握的有关供给和需求的知识能广泛地应用到其他自由交易的证券类型上吗？当然可以了！在美元汇率的问题上，我们仍然可以利用本书第二个问题找到被人们忽略了的投资真理（同时也能揭开更多的迷思）。

当美元疲软时，人们一致认为它会对经济发展造成障碍，这似乎已经成了他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的信仰。2010年，几乎所有人都在议论美元将不再是世界上最可靠的储备货币了，但他们似乎始终都没有提出一个有效的替代方案。

投资者们都忘记了一个事实：在20世纪90年代后期，人们都在担心美元过于强势会减弱外国与美国的贸易关系，导致美国经济下滑。按照这个逻辑，什么不会导致美国经济下滑呢？也许世界上存在一个最理想的美元相对于其他货币的汇率水平。但我不知道这个水平是多少，也不知道在自由市场中它如何能保持不变。在自由市场和政府干预之间，我永远会选择前者，但投资者一定喜欢政府干预来矫正市场的错误，因为他们始终对美元及其走势抱怨个不停。

这里运用第二个问题来分析：美元是疲软还是坚挺有什么影响吗？但首先我们要回答第一个问题：你一直以来坚信会造成汇率变动的因素哪些其实不会起作用？我们先来揭开几个常见的迷思。

迷思之一：财政赤字会导致美元汇率下跌

财政赤字往往是人们认为最有可能导致美元疲软的因素。（就像之前说过的一样，人们认为美元汇率下跌没有什么好处。）具体来讲，人们以为外国人担心美国的财政收支平衡，所以减少了对美元的需求。

首先，我们在第6章讲过，美国的联邦财政赤字本身并不会对经济或股市产生危害。从历史的角度看，没有任何证据可以证明大量的财政赤字会导致股价下跌，而事实恰好相反。此外我们还在第1章讨论过，联邦财政赤字在一段时期内达到顶峰时，股市收益往往为正，而财政盈余则会伴随着惨淡的经济形势。

其次，汇率是一种货币现象，而赤字是一种财政现象，二者完全没有关联。一方不会决定另一方，也没有任何机制能把两者联系起来。没错，如果中央银行将赤字带来的债务货币化（例如在2008年次贷危机之后，美国政府实行了两轮量化宽松政策），那么市场上的确会有新的货币出现，导致美元贬值。但为什么不直接考虑央行发行货币的问题呢？不管有没有赤字，货币的发行都会导致美元贬值。

最后，在整个20世纪80年代和90年代早期，美国始终持有大量的财政赤字。但在这段时间，美元很多时候都在大幅升值，例如在1992~1993年的情况。英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在也有大量的财政赤字。如果赤字对美元有害处，那为什么对英镑就没有呢？事实上，任何西方大国的财政赤字或盈余都对本国的货币强度没有任何影响。

迷思之二：汇率由贸易收支差额、外国货币政策和本国货币在国际上的使用量决定

我们在第6章谈到过，既然英国（或任何其他西方国家）的财政赤字有利于本国货币升值，你就不能一味地坚持美国的赤字对美元不利。贸易赤字永远不会被“偿清”。那些认为应该偿还赤字的都是重商主义者，还在坚持250年前的旧想法。在我们生活的这个世界上，苹果公司从国外大量进口芯片和其他零件，导致贸易赤字增加。但苹果公司通过销售最新款的iPod就能获得相当高的利润，增加了每股收益，也提升了股东价值。重商主义者永远理解不了为什么存在贸易赤字的国家人们的财富还会上升，但这就是美好的现实。

由此，很多人开始以为外国投资者正在“推高”美元价值，也就是人们常说的“依赖外国人的慈悲”。我找不到任何证据证明外国人有类似的做法。为什么其他国家人们的行为会与你的不一样呢？你在投资的时候，是会尽可能追求最大的收益，还是考虑全世界人民的福祉呢？

外国人没有推高美国的任何指标。在重商主义者眼里，外国人会将美元的价格推高到极限。但头脑清醒的人都知道投资是为了获得收益的，他们在某一个板块投资，是因为在他们看来，这个板块会带来最大的收益，否则他们就会去别处投资，没有其他更合理的解释了。

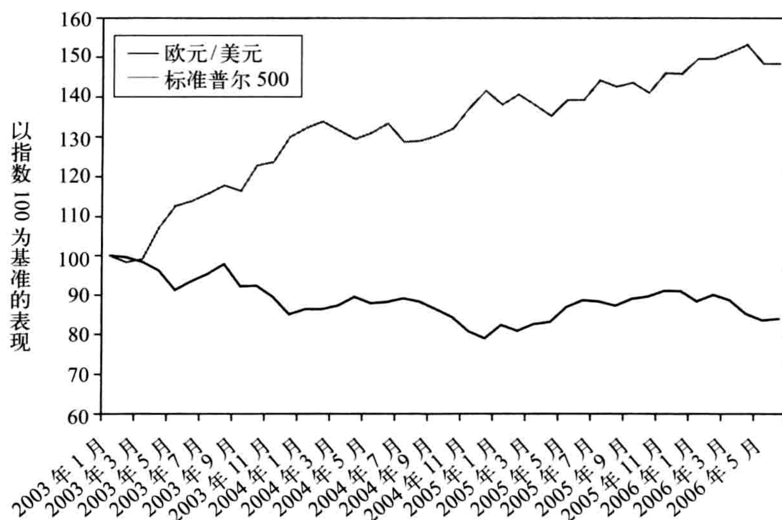
迷思之三：美元疲软对股票有害

如果在美元贬值期间，你持有外国证券（这些国家的货币相对于美元是升值的），那么这些外国证券很可能获得更高的净收益，反之亦然。别忘了，在全球范围内投资时，你没有必要把美元换成其他国家的货币。用外国货币购买该国的股票对个人投资者来说是一件很痛苦的事，首先需要在那个国家设立保管账户。你完全可以摆脱不必要的麻烦。如果你是美国人，你可以通过美国存托凭证（ADR，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用美元交易的外国股票）进行交易。而且从长期来看，由于各国货币始终此消彼长，汇率变化的影响最终也几近于零。

但美元能否帮我们看清楚股市的未来走向呢？从某种意义上来说是可以的，强势的美元有助于股价上涨，反之亦然。我们可以利用现实的数据来验证这个结论。如果美元贬值，股票收益也会相应地下跌。但我们从图 7–1 中可以看出，即使美元的走势一路向下，股票收益也可以非常可观。



资料来源：汤森路透

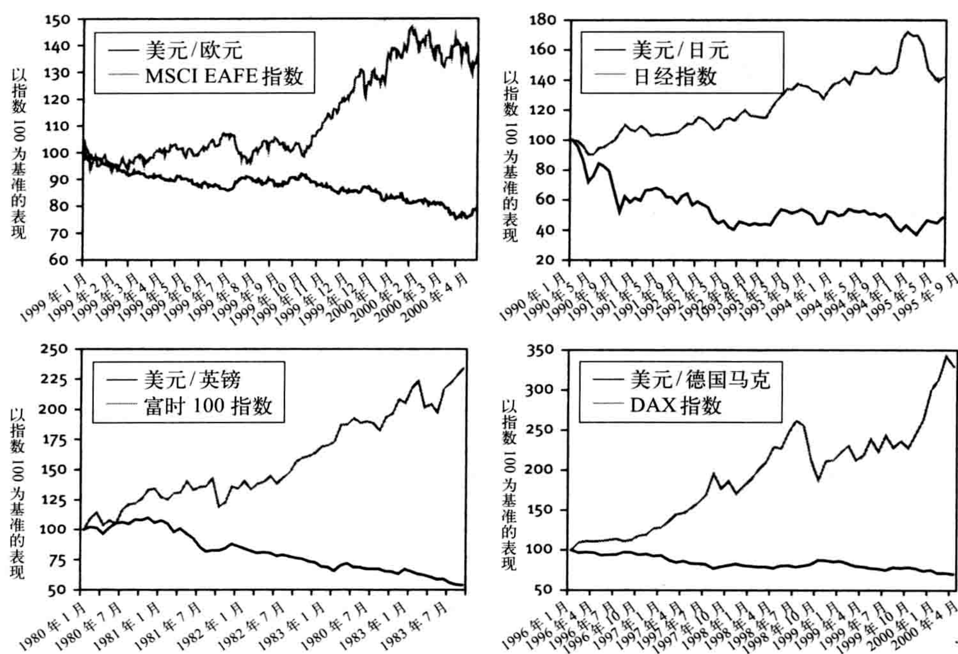
图 7–1　货币疲软不能说明股市收益较低：美国市场

这一点在美国和其他国家都适用。货币并不能主导股市的走向，股市的变化也不会对货币产生影响（参见图 7–2）。

认为美元升值会导致股市收益增加的观点是没有任何依据的。美元不能反映美国股市、其他国家股市或者全球股市的表现。不管美元是坚挺还是疲软，你都不应该感到担心。

我们现在根据第三个问题，用分析美国贸易赤字和股市的方法来分析美元。如果全球股市大幅上涨，你知道美国股市很可能会随之上涨，是吧？全球股市与美国股市呈正相关。同样的道理，如果全球股市暴跌，你应该能想到美国股市也可能下跌。有时候美国股市的上涨或下跌幅度超过了全球股市，但总体来说，二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：汤森路透

图 7–2　货币疲软不能说明股市收益较低：全球市场

者的发展方向是一致的。美国股市的规模几乎达到了全球股市的一半。因此，如果美元贬值应该对美国的股市产生损害，那么其他国家货币的升值一定会本国股市有好处了，对吧？

但不存在全球货币贬值，而只有全球通货膨胀。同时也不会出现全球的贸易赤字，尽管人们没有明确说出来，却始终认为财政赤字的影响要超出盈余的影响。这是典型的重商主义的想法(其中也包含一些短视的风险规避的成分)！

换句话说，截至 2011 年，美国的GDP达到了全世界总量的 23%，也就是说所有其他国家的GDP总和占世界的 77%。如果美元贬值不利于美国经济的发展，那么其他国家货币的升值理应有利于占世界 77%的所有其他国家GDP的总和，这就抵消了美国经济的下滑。但没有人会站在全球的角度思考，因此他们都看不到这么多。这些重商主义者的思维已经远远落后于时代了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没错，供给和需求也决定了汇率

不同国家货币的差别是由本国的中央银行和银行体系决定的。这些货币都是在自由和开放的市场上交易的商品，因此产生价值的方式与其他资产类型一样，都是通过供给和需求。

货币的汇率反映了一国的货币相对于另一国货币的水平。这是一个相对的概念，没有任何绝对意义。每一种货币的汇率都是由它与另一种货币的供给和需求决定的。需求的相对增长或供给的相对下跌都将导致一国货币的汇率相对于另一种汇率上涨。

货币供给

货币的基础供给量完全由发行货币的中央银行决定，它在发行或注销本国货币方面有绝对的控制权。中央银行希望保持货币价格相对稳定，进而保证通货膨胀率维持在较低水平。如果各国央行能正确地履行职责，这些国家的货币就能在长期内保持稳定的汇率——短期内出现波动是很正常的。

然而，如果一个西方大国的央行或政府未能履行职责，这将对本国经济造成损害。例如，在德国魏玛共和国统治时期，由于流通的货币过多导致极度通货膨胀，政府几乎收回了所有货币。发展中国家，例如20世纪90年代早期的巴西，往往没有独立的中央银行，货币的变化周期较长，而且都是下行的。但一些大国拥有规范、独立的央行，例如美国的美联储，因此这些国家的货币不会长期朝一个方向发展。

从长期来看，货币与股票一样，它的价格是由供给来决定的。如果一国的央行一味地发行货币，导致流通的货币量超出了实体经济的需求，多出来的货币供给就会导致汇率降低，造成通货膨胀。货币量增加会导致货币的价值下跌，反之也同样成立：如果中央银行对货币的发行量限制过严，货币供给无法满足需求，汇率就会上升——但我们也不希望看到美元过于强势。对于垄断的中央银行体系，投资者无法插手，也不能预测未来的供给量，只能祈祷它不要犯太多错误。

幸运的是，美国的中央银行这几年颇有长进。1929~1932年间，在美国经济最困难的时候，美联储将流通的货币量减少了30%，使美国的“大萧条”变得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为严重，有些人甚至认为是美联储的政策导致了这场灾难。那段时间是美联储效率最低的时候。从那以后，虽然美联储并不是每一次都表现良好，但从总体上看，它的确在进步。

美联储的历届主席都因为自己在经济管理方面做出的错误决定而备受非议，例如威廉·麦克切斯尼·马丁、阿瑟·伯恩斯、G·威廉·米勒等前主席都受到了广泛的批评。伯恩斯在成为美联储主席之前，对时任主席马丁大加批评。马丁在 1951~1970 年间就任主席一职，给了伯恩斯大量的反对他的时间。伯恩斯声称，根据马丁的学识，他不应该犯这么愚蠢的错误。

马丁随后表示，成为美联储主席意味着以前掌握的知识都忘光了，直到卸任以后才能想起来。在成为美联储的一把手、自己也遭受批评之后，伯恩斯说自己也患了与马丁一样的健忘症。

美联储主席都受到了人们的批评，因为他们犯了很多错误——但似乎谁也没有从自己犯过的错误中吸取教训。

保罗·沃尔克是第一位卸任以后没有受到广泛批评的美联储主席，但他在 1980~1982 年间也强行以解决通胀问题的名义造成了经济衰退。有些人认为他的手段过于强硬，但总的来说，他比所有的前任表现得都好。格林斯潘是沃尔克之后另一位胜任的美联储主席，他不仅有能力，还知道继续学习。当然，他的前任都不笨（米勒可能在政治方面有点儿无知，但那是另一回事了，与我们讨论的内容无关），他们只是在自己的能力范围之内做事，在黑暗中摸索，用几乎没有得到过验证的理论以及已经过时的数据采集方法和工具来证明某一个观点。最近几任主席能够利用最新的技术，每天 24 个小时不间断地搜索信息来获得经过事实验证为有效的理论，并找出事物之间的关联性（也就是思考本书第一个问题得出的结论），避免做出错误的决策。他们也做到了快速反应，从以往的错误中吸取教训。因此，最近几十年美联储犯错的次数越来越少了。

但错误仍然存在，例如在 1999 年，因为担心“千年虫”问题，格林斯潘发行了大量货币，对经济发展造成了负面影响。到了 2000 年，人们发现“千年虫”问题没什么危害以后，他又将这些货币收回，加重了经济的负担。但与沃尔克以前的历任主席相比，格林斯潘的错误决策并不算多，影响也没那么深，因此与几十年以前相比，他做过的最愚蠢的决策也就不算什么了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他国家经历的情况与美国相同。我猜想，其他国家的中央银行都能从信息的增加和过去的教训中获益，因此他们还会继续犯错，但数量会越来越少，危害也将越来越小。随着主要发达国家的中央银行决策的正确率提高，中期货币的流动性与以往相比会有所下降。

货币需求

货币需求由几个因素共同决定，其中最主要的是用这种货币交易的经济活动总量（例如，达拉斯的一家百货商店用美元结算，而不是日元）。使用某一种货币交易的经济活动总量越多，对这种货币的需求量就越大。另一个重要的因素是“价值储藏”。如果投资者相信以某一种货币形式体现的资产价值相对于其他货币形式的资产价值将上升，那么对这种货币的需求就会增加。

影响需求的短期因素（从按分钟计到按月计）包括高级政府官员或中央银行官员的游说活动（公开表示汇率或利率会上升或者下降），这会造成短期内投资者情绪和需求的变化——但往往是一闪而过——导致货币市场在几分钟到几个月之内发生变动。

此外，谨慎的中央银行采取的**公开市场操作**，即中央银行用一种货币购买另一种货币的行为，也会产生短期影响。但没有哪一家银行有足够的实力通过改变汇率来推翻所有其他的因素。

即使名声不太好的“投机者”，也能对货币需求和汇率产生短暂的、不太明显的影响，但由于资产负债表规模非常小，他们对中央银行的影响更小。几十年前，乔治·索罗斯重重地拖垮了英格兰银行，但仅仅是因为在那之前，英格兰银行就已经陷入几近崩塌的境地了。索罗斯当时表示，同一时期不会再发生同样的事了，他的话被广为传播。投机者往往不会和其他的投机者协调行动，最后他们对货币的影响就被削弱了。例如，不同的投机者预测不同的货币朝不同的方向发展，因此在某种程度上，他们相互抵消了对货币需求和汇率的影响。

与股票的变化一样，货币在短期内的变化相当频繁。你不应该对汇率每天或每个月的变化过于在意（除非你试图从汇率投资中获益，这样货币与其他的商品就没什么区别了）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致货币需求变化的真正原因

我们现在来思考本书第二个问题：你能了解到什么其他人不知道的导致货币汇率和需求变化的因素？能造成货币供给和需求短期内发生变化的有几个明显的因素。首先，中央银行的操作不够灵活。如果一个国家将自己的货币与另一个国家的货币挂钩（例如中国将人民币与美元挂钩），那么前者的中央银行必须买卖其他国家的货币来维持两种货币汇率的稳定。其次，如果一个国家的经济增速高于另一个国家，那么前者的货币需求就会增加，因为使用这种货币交易的经济活动会增多。这两点都很容易理解，你不需要第二个问题就能明白。但还有其他的因素吗？你能找到吗？

投机者们每天都在通过**套息交易**对汇率进行投资。套息交易的工作原理是：你在短期内以一种货币的形式借款，把它转换成另一种货币，再用新的货币购买短期债券（你也可以利用长期借款购买长期债券）。本质在于以较低的利率借款，并以较高的利率购买债券，前提是在债券到期之前，它的利率不会下降到比借款利率还低。如果债券利率高于借款利率，那么两者之差就是这笔交易的利润（谁都喜欢免费赚钱）。

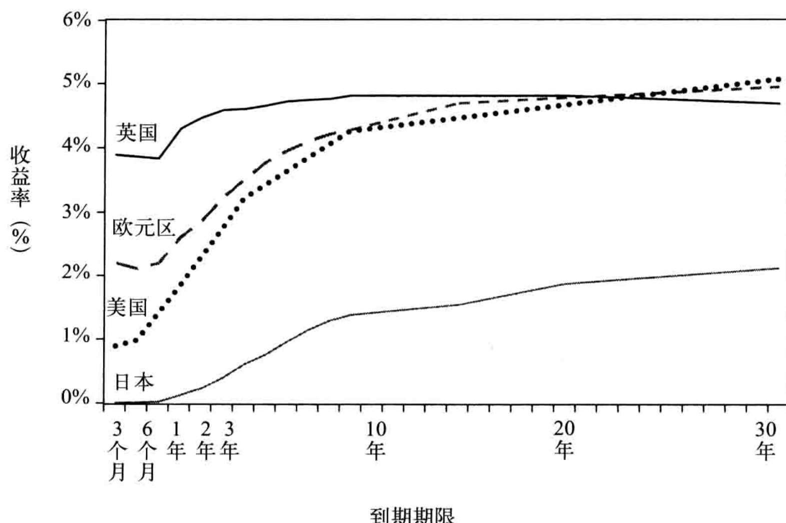
赚钱的关键技巧就是借款的货币相对于购买债券的货币不会明显升值，这是第二个问题带给我们的启示。由于你卖掉了借款的货币，把它换成用于购买债券的货币，如果很多人同时这样做，那么用于购买债券的货币就会升值。这样你不仅能获得两个利率之间的差额，还能从第二种货币的升值中获得更多的利润，这听起来似乎很诱人。

如果以更高的利率借款，而以更低的利率购买债券，这就是一个非常不理性的行为。所以如果A国的短期利率低于B国，投资者就更倾向于用A国的货币购买B国的债券，将下行的压力推到A国货币身上，而将上行的压力留给B国货币。因此，随着每天大量套息交易活动的进行，货币价格就成了一个自我实现的预言。

从理论上来讲，这一点似乎合情合理。下面我们通过真实场景来验证它是否有效。图 7–3 是 2004 年年初美国、英国、日本和欧元区的收益率曲线。在短期的区间内，美国的曲线低于英国和欧元区，但仍然高于日本。事实上在 2004 年，美元也的确在贬值。投资者当时在美国借款，用于国外的短期投资项目，导致原本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就已经疲软的美元继续贬值。如果你当时在美国以1%的半年期利率借款，并在欧元区以2%以上的利率投资，二者之间超过1%的差额就是你能得到的利润，只要欧元不贬值，你就可以很轻松地赚到这笔钱。当时很多投资者都采取这种方式获利，即用美元购买欧元，导致美元继续贬值，欧元继续升值。由于英镑的价值远远超出欧元，当时在英国投资获得的收益会更多。



资料来源：彭博财经社

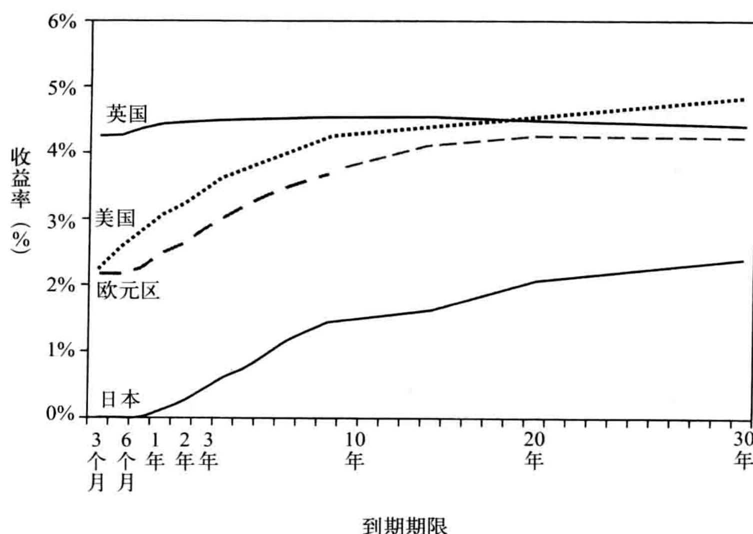
图 7–3　全球收益率曲线，2004年1月1日

2005年，美联储几次宣布提高基金利率之后，短期内美国的收益率曲线就超过了德国和日本，与英国的差距也大大缩小。当年，美元相对于几乎所有的主要货币均大幅升值，套利交易开始朝着相反的方向进行。由于美联储宣布提高短期利率，拉低美元利率的套利交易就失去基础了（参见图7–4）。

除了西方发达国家的个别情况，短期利率较高，而且还在继续升高的国家往往拥有更强势的货币；短期利率较低，而且没有升高迹象的国家货币往往更加疲软。这个规律有很深远的影响，也符合基本的经济学原理。换个说法：如果不同国家正常变化的收益率曲线之差导致人们更倾向于持有某一个国家的货币，那么它的需求就会增加，汇率也会相应地上涨。

这就解释了英国的英镑为什么在很长时间内相对于美元（和其他国家的货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：彭博财经社

图 7–4　全球收益率曲线，2005年 1月 1日

币）都是非常强势的，因为英国始终保持本国的利率高于其他国家。就这么简单！ 2005 年美联储提高利率之后，人们不再通过借美元在国外投资，而正好相反——通过在国外借款来购买美元——推动了美元升值。如果一国的中央银行提高本国利率，那么各国投资者对本国货币的需求就会增加，这是通过调整供给来发挥作用的。这些都是事实，但没有人注意到，也很少有人相信它，因此这个事实仍然可以为看到并相信它的人赚取收益。你可以利用这个信息来了解投资者对某一种货币的感受，并做出理性的投资决策。

投资者都在谈论供给和需求，也明白供给和需求会推动价格的变化，但他们很少将该原理应用到证券、债券和商品的交易中。即使他们有意识地应用该原理，他们的做法也经常是错误的。现在你知道，无论在哪里，供给和需求始终是决定证券价格的因素，因此你能够将注意力集中在真正重要的因素上，对未来一年的情况做出合理的预测。这就是你相对于其他人的优势，你知道应该这样做，而其他人不知道。那么如何做出预测呢？你怎样才能知道市场下一步会有什么变化呢？为了回答这个问题，我们下面来看第 8 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第8章 “羞辱者”与人类落后的思维方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的可预测性

假设在你与市场的赛跑中，市场在每一个转弯处都能超过你。我没有危言耸听，这是事实。我把市场称为“巨大的羞辱者”是有原因的。如果把市场比作一个危险的、体形庞大的食肉动物，那么出于本能，它会把你连骨头一起吞下去。市场会尽可能用所有的手段来羞辱你，榨干你的每一分资产。明白这个事实是你了解市场手段的第一步。你的目标应该是在尽量不受到羞辱的前提下参与市场活动。我们会在下一章讨论如何制定策略来提高你实现长期目标的概率，但首先，我们需要了解如何利用三个重要的问题来看清楚市场的运作方式。

首先，“羞辱者”的行为没有固定的模式，会对你产生误导。从以往的长期历史来看，市场的年平均收益在10%左右。那么我们是否可以期待每一年都能获得10%的绝对收益呢？当然不能！自1926年以来，很少有某一个具体年份的股市收益与长期平均值接近。即使在市场表现相对正常的年份，股市收益也不会与平均值相等。我们利用第一个问题就能得出这个结论，详见表8–1。

表8–1 一般的收益都不在正常水平，正常收益即极端收益（美国市场的情况）

标准普尔500指数年收益范围	1926年以来出现的次数	出现频率	
＞40%	5	5.9%	高收益（占总次数的37.6%）
30%~40%	13	15.3%	
20%~30%	14	16.5%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

标准普尔 500 指数年收益范围	1926 年以来出现的次数	出现频率	
10% ~ 20%	17	20.0%	平均收益（占总次数的 34.1%）
0% ~ 10%	12	14.1%	
–10% ~ 0%	12	14.1%	负收益（占总次数的 28.2%）
–20% ~ –10%	6	7.1%	
–30% ~ –20%	3	3.5%	
–40% ~ –30%	2	2.4%	
＜ –40%	1	1.2%	
总次数	85		
简单平均值	11.8%		
年化平均值	9.8%		

资料来源：全球金融数据公司，标准普尔 500 指数总收益，1925 年 12 月 31 日 ~2010 年 12 月 31 日的数据

不光股票收益是不断变化的，在全球的任何其他国家，情况都是如此。我们来看看其他国家的市场。英国有"Ye Olde Humiliatour"的说法，德国有"Der Grosse Demütiger"的说法，它们也都代表"巨大的羞辱者"的意思。在这些市场，每一年的市场收益都有很大的不同。有关英国的情况见表 8–2：

表 8–2 一般的收益都不在正常水平，正常收益即极端收益——英国市场

英国富时指数年收益范围	1926 年以来出现的次数	出现频率	
＞ 40%	7	8.2%	高收益（占总次数的 34.1%）
30% ~ 40%	7	8.2%	
0% ~ 30%	15	17.6%	
10% ~ 20%	19	22.4%	平均收益（占总次数的 41.2%）
0% ~ 10%	16	18.8%	
–10% ~ 0%	12	14.1%	负收益（占总次数的 24.7%）
–20% ~ –10%	5	5.9%	
–30% ~ –20%	3	3.5%	
–40% ~ –30%	0	0.0%	
＜ –40%	1	1.2%	
总次数	85		
简单平均值	12.9%		
年化平均值	10.5%		

资料来源：全球金融数据公司，英国富时指数总收益，1925 年 12 月 31 日 ~2010 年 12 月 31 日的数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于市场的变化没有什么规律，你的大脑可能没有清楚地意识到，市场每年的变化只分为4种，包括大幅上涨、小幅上涨、小幅下跌和大幅下跌。

市场在很短时间内的变化可以非常混乱，让你摸不着头脑。但从整个年度来看，市场的变化无非上面4种中的一个。

这4种情况简化了最终的结果，有利于你更清楚地了解市场，并更加谨慎地做出决策。它们也提供了一个帮助你约束自己行为的方法——注意，我说的是行为，而不是技巧——是你思考第三个问题的重要结果。

你的大脑与“羞辱者”一起运作，试图让你相信市场可能出现各种意想不到的变化。但你必须清楚，以一年为期限来考虑，市场只有大幅上涨、小幅上涨、小幅下跌和大幅下跌这4种趋势，其他任何趋势都是“羞辱者”对你的误导。只有这4种！你只需要考虑市场是否小涨小跌，或大幅大跌。（投资者似乎从来不会考虑大涨，但它与大跌同样重要。）

是方向，不是幅度

了解到市场可能出现的4种情况以后，你可以做出对投资组合来说影响最重大的决定——资产配置决策。这4种情况建立起一个框架，不仅能指导你的行为，还能保证你的大脑不会误导你。

此外，在预测的过程中，最重要的是看清楚市场变化的方向，而不是幅度。为什么呢？因为看清楚方向能让你大部分时候站在对的一边。

如果你期待股市会大幅上涨、小幅上涨或者小幅下跌，你就会渴望尽可能多地持有股票（从你选择的基准来看也应该这样做）。但市场收益幅度是8%还是88%并不重要。如果你的目标是获得长期收益，那你的资产配置决策就应该满仓购买股票。如果市场大幅上涨，而你之前预测的是小幅上涨，那你的资产配置就会受到一些影响。但即使之前的预测是完全错误的，而你仍然能做出正确的投资决策，那你应该享受从正确的资产配置中获得的收益。要注意做事的先后顺序，切忌本末倒置。

如果你预测市场将小幅下跌，也许你会反对满仓持有股票。难道不应该通过把股票兑换成现金来避开市场的下行趋势吗？在我看来，除非你非常自信（但不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是过度自信）掌握别人没有的信息，否则你很有可能是错误的，最终只能获得一点点收益。如果你试图避开小幅下跌的市场，那是过度自信的表现。即使你真的预测市场会小幅下跌，我也建议你把注意力放在相对收益上。就算你的绝对收益为负，你跑赢了市场这个事实是不会改变的。

如果你认定市场会小幅下跌，并因此打算大规模撤离股市，先思考一下本书第三个问题。首先，你可能正在经历短视的风险规避，你应该试着累积悔意。其次，要意识到你可能是错误的，市场也许是小幅或者大幅上涨，而不是小幅下跌。市场到了年底是涨5%还是跌5%是随机的，只会带来心理上的影响。如果你的预测正确，市场的确小幅下跌，那么你卖出股票或基金产生的交易费用、收益需要支付的税费以及卖出和买入的错误时机都将严重影响你忽略市场小幅下跌得到的收益。

你接下来要问的是：如果现在退出股市了，你知不知道什么时候再进入市场？你会在合适的时机回来吗？也许不能，而且肯定不会完全准确！如果你渴望获得与市场平均水平相符的收益（而且如果你正在读本书，我猜应该是这样），记住，长期的市场平均收益也包括了收益为负的年份。在长期投资计划中，你也会经历股市下跌。你应该有这种心理准备。股市下跌的时期很难熬，但如果你在股票投资中期待获得市场平均收益，那就要经历这样的时期。你对资本主义的信仰不能动摇，咬紧牙关坚持下来，股市上涨的时候就快到了。

很多人在股市下跌的时候都想建立一个上涨的投资组合，但这样的组合在市场上涨的时候往往会下跌。如果市场上涨的时候多于下跌的时候（事实也的确如此），而你的投资组合与市场的走势完全相反，或者在市场下跌时顶住压力的同时也牺牲了市场上涨带来的收益，那么投资组合的平均收益会让你感到难过。

要永远记住：如果你选择现金，你就承担了大量的基准风险，因为你完全偏离了自己的基准。如果你的预测完全错误，而市场出现了大幅上涨，你应该怎么办呢？你的交易费用、须支付的税款和预测失误造成的损失加起来可能达到了25%以上，这相当于未来25年每年有1%的损失，而这个损失很难弥补回来。在几次大熊市触底的时候很多人就是这样做的，他们选择离开股市，等到“更明确的信号出现”以后再回来。为了避免股市小幅下跌的可能性，他们甚至放弃了大幅上涨的市场。在我看来，拥有长期投资计划的投资者期待获得市场平均收益是他们所犯的最严重的错误了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当心均线以下的部分！

对于第 4 种情况，即市场大幅下跌的情况，我认为它是人们可以大规模撤离股市、转向现金或者其他相对安全的投资手段，并承担大量基准风险的唯一好时机。只有在这时，你才应该更加关注绝对收益而不是相对收益，试着以较大幅度跑赢市场。如果你预测准确，你也能获得相对收益。如果你非常确信股市的下跌幅度会达到 20%，甚至更多——也许是 35%、40% 或者 50%——那么你选择现金或者债券等其他投资手段来获益就完全说得通了。现金收益不会有很多，但如果你的预测是正确的，市场的确在大幅下跌，那你就以相对收益彻底击败了市场。

这种情况并不常见，你只有非常自信掌握了别人没有的信息，才能得到上面的结果。在这种情况下，你不应该依靠直觉、恐惧或者其他人的意见来做决定。三个重要的投资问题在这里能派上用场，如果能正确运用它们，你能得到的收益就是相当可观的。如果在 30 年内你只购买了被动型指数基金，并在某一年躲过了 25% 的跌幅，同时获得了 5% 的现金和债券收益，那么每一年你的收益率都比市场高 1%。在此过程中，你会打败 90% 的只有一次投资决策正确的专业投资者。如果你成功采取了预防性措施，哪怕只有一次，就算不算完美，你的投资业绩也能够获得持续、大幅度的提升。

牛市达到顶峰时，周围会有很多人不停地给你建议，告诉你不应该看跌股市行情，也不应该实行“波段操作”，否则一定会错过牛市的巨大收益。在 2000 年，这种建议到处都是，但市场这个“巨大的羞辱者”会毫无规律并出乎所有人意料地向下走，将你拖入熊市。不要犯错，如果你偶尔正确地预测出熊市，你就能获得丰厚的收益，并增强应对熊市的能力——要知道这样的机会并不多。

事实证明，真正的赢家正是那些实行“波段操作”并看跌股市行情的人。大多数很早（在牛市达到顶峰几年之前）就开始看跌行情的人往往是“永远看跌行情者”（他们早早地停止交易，因此长期相对收益少得可怜，但在短期内却是媒体的投资英雄）。对于那些采取了防御性措施的人，市场先是羞辱他们，而后又让他们成了英雄，这正是“羞辱者”所擅长的。它愚弄了投资者的大脑，导致他们不断地向后看而不是向前看。要避免这一结果，关键在于，要在很长的时间内坚持使用其他人都没用过的熊市波段操作技巧，到了股市罕见地大幅下跌时，你会用得上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我只采用了 3 次防御性措施，分别在 1987 年中期、1990 年中期和 2000 年年末。每一次幸运之神都很眷顾我，不过估计下一次我就没那么好的运气了（这是提醒自己避免过度自信的方法）。躲过这几次熊市为我的投资生涯提供了很大的帮助。如果你能躲过比较成熟的熊市，你就相当于连续多年获得了超额回报。如果在牛市达到顶峰时你稍稍落后于市场，你就会有效地避开熊市，并开始领先。不断使用机会不多的投资技巧确实很难，很多人都不会这样做，因此你必须这样做。大部分人都对每天使用的技巧比较在意，而根本不把 10 年才用一次的放在心上。

误解

《下一次我可能会搞砸》一书是我在 2006 年年底写的（这本书最初于 2007 年出版），事实证明我没有准确预测出 2008 年的熊市。我的确感到失望，但没有惊讶。正如我告诉你们的一样，准确地预测熊市并不是一件容易的事情。采取防御性措施并大规模地撤离股市也是一个艰难的决定，这也许是一名资金管理者从相对收益的立场做出的最艰难、最具有风险性的决策了。

我在 2010 年的作品《大揭穿》中进一步解释了为什么对于有长期规划的投资者来说，完全陷入熊市虽然很痛苦，但不会影响他们实现长期投资目标。大多数投资者仍然不能理解这一点，但如果你希望获得长期收益，经历市场的波动性和股市下跌的时期是很正常的。市场下跌的幅度有时候甚至非常大。了解到这一点，你就不会因为要回避股市波动的下行阶段而做出愚蠢的决定，反而遭受更大的损失。

建立防御性的投资组合

假设你根据本书的三个问题非常确信市场在未来一年会大幅下跌，即真正的熊市会出现，那你会怎么做？什么叫作防御性的投资组合？这得视具体情况而定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

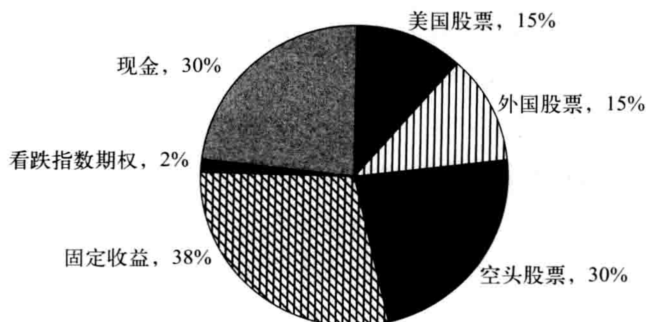
你可能不喜欢这个答案，但它是事实。不同的熊市各有特点。在某一次熊市中，有些板块会顺利地躲过去，但你永远不会知道是哪些。

在一些持续时间较长的熊市中，如果你能准确地预测出这个结果，那你的投资组合中应该有大部分是现金。流动性是关键，在牛市开始之初，市场的变化很快，所以你必须为进入市场做好充分的准备。如果你的现金流严重不足，或者重新进入市场的时候反应迟钝，你就错过了抄底的大好机会。你可以利用货币市场和短期国债市场，你不会试图购买长期投资产品，除非它能很快地卖出。要有防御意识，同时也要保持流动性。

市场的中立性

举个例子，在2000~2002年的熊市中，我想建立一个拥有现金的流动性，但收益高于现金的投资组合。我希望避开市场的下行压力，同时保持较高的流动性，以便迅速回到市场；降低税负；利用自己掌握的别人不知道的信息增加或减少在一些板块的投资。我当时预测科技板块发展较弱，并有足够的证据来证明这一点，因此想从中得到收益。为此，我必须保持中立——持有股票，但不完全持有股票。这是什么意思呢？

我把所有的目标结合在一起，建立了一个我称之为“综合现金式”的投资组合。当时我的资产配置总额达到了实际投资组合的130%（详见图8–1）。下面是我这样做的原因：



注：此图为假想的情况，不作预测之用。

图 8–1　防御性的投资组合配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，投资组合中的30%是欧洲和美国市场的大型股、蓝筹股和防御性股票——大公司、银行和消费类股票。这些股票都具有“防御性”，因此排除了周期性行业的股票。我希望公司产品的需求没有弹性，因为在熊市中人们往往会削减支出。在20世纪90年代末，我用资本收益购买了很多这类的股票，我没有必要卖掉它们，所以它们还没有实现收益。你可以从这个角度来考虑：如果现在的形势要求你建立综合现金式的投资组合，你需要尽可能卖掉所有不会产生资本收益的股票，然后做空指数，确保你的资金不会在熊市的下跌中蒙受损失。

其次，投资组合的38%是具有流动性的美国国债（风险不算太大）。

我又用2%的资金看跌标准普尔500指数期权，期限为一年。看跌指数期权是非常典型的投资者的共同追求，在正确的时候（股市达到顶峰的时期）购买是一个成本较低的保险措施，但在错误的时候（股市达到谷底的时期）购买则是非常耗费成本的保险措施。看跌指数期权就像意外保险一样，意外事件就是指数大跌。如果出现了这种意外，看跌指数期权就会带来可观的回报；但如果没有出现意外，看跌指数期权到期以后就不会有任何价值。但由于我在这上面投资的比例很小，我的损失也不会很大。就算看跌指数期权没有给我带来收益，我也只损失2%而已，债券收入会轻松地弥补这个损失。但如果我从看跌指数期权中得到了回报，那么整个投资组合的收益就会非常多。每次股市大跌时，看跌期权的回报就会飙升。

我又用30%的资金做空纳斯达克100指数和罗素2000指数（投资比例分别为20%和10%），将收益兑换成现金——又获得了30%。（30%+38%+2%+30%+30%=130%，资产配置总额的130%就是这样得到的。）我的期望是，纳斯达克和罗素两个指数组合的跌幅将超过我持有的股票，因此我做空了这两个指数，希望等到它们下跌时再以更低的价格买回来，一出一入的差价就是我能获得的利润——这可以弥补我的股票下跌造成的损失。我没有用做空指数获得的收益用于投资，而是持有现金，以免自己出错。这些现金也给我带来了一些收入。

这一次我的预测是准确的，在熊市期间市场的跌幅很大。我的投资组合在这种形势下表现得非常好。做空纳斯达克100指数的收益远远好于做空罗素2000指数的收益，但两者加起来的结果也非常好，它们的价值弥补了其他股票的损失。我不知道下一次熊市来临时我将如何建立投资组合，但我很有可能根据下一次的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体情况建立一个稳定的、流动性较大、税负很小的综合现金式组合，同时在股票和板块方面也有一定的选择。

股市泡沫剖析

之前提到过，我正确预测了1987、1990和2000年的熊市，但没有预测出2008年的熊市。

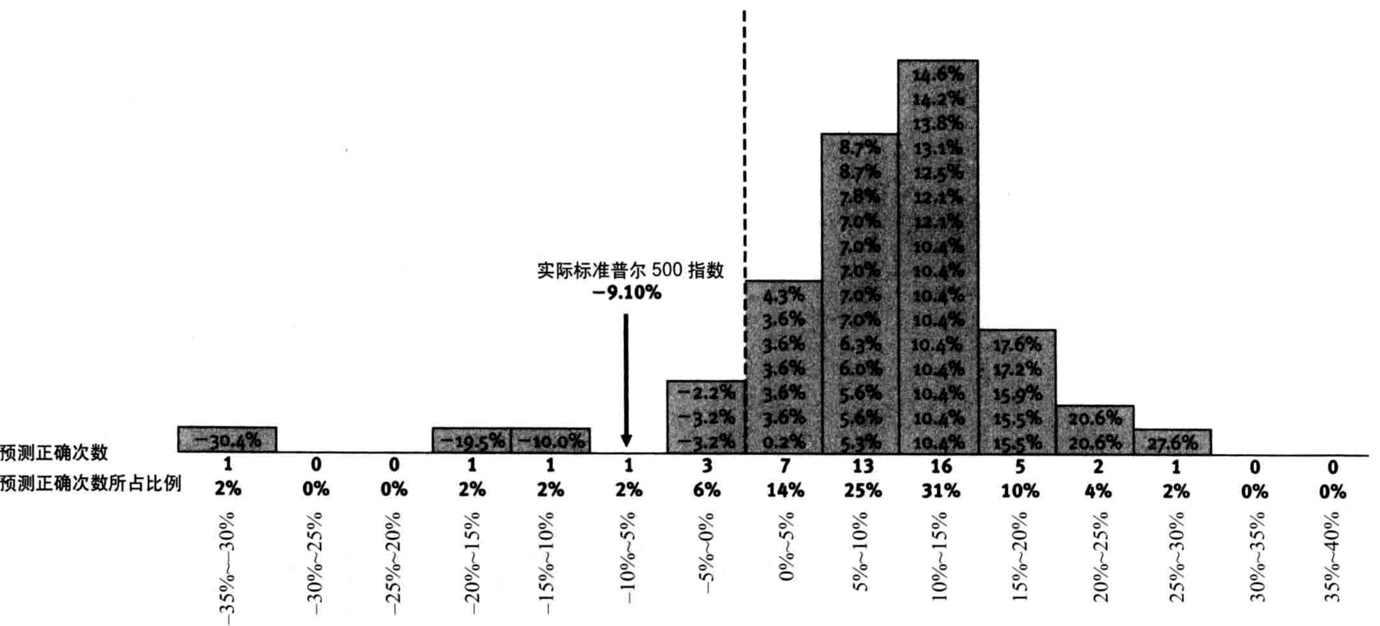
我后面会讲到2008年的情况。在这里我想说的是，我之所以能预测出2000年3月科技股领跌的熊市，正是利用了一些别人没有看到的令人担忧的事实。观察到别人忽略的事实是成功预测出熊市的基础。

1996~1999年间，美国股市几乎每年都能获得20%以上的收益。当时的投资专家过于看跌行情，认为收益率会降到个位数，甚至为负。到了2000年，大家才普遍开始看涨行情，这是从我研究投资者情绪的正态分布图中看出来的（这个方法当时还没什么人用，所以还有很大的作用），当时大家都认为市场收益将突破两位数。（图8–2再次给出了我在2000年创建的正态分布图。）

我知道应该排除最极端的结果，即0~2%之间的部分。剩下的就是人们对股市大涨的预期和熊市预期一侧的两个空白区域，一个是小幅下跌，另一个是大幅下跌。我不能因为大家都看涨股市行情就认为股市会下跌。但我当时担心收益率曲线会向下走，因为没有人这么想。你已经知道，收益率曲线呈现下行趋势是一个非常可靠的预示着熊市和经济衰退的信号（前提是没有人发现这一点），而当时全球的收益率曲线都在下降，但没有人在谈论它，所以也没人产生担忧。与之相反，在1998年，金融类媒体始终认为美国的收益率曲线将会下降，而当时的曲线也不过趋于平行而已，还没有开始下降。但在2000年，媒体就没有任何宣传。（到了2005年媒体又开始预测收益率曲线会下降，可能是因为2000年的情况谁也没预测到。事实上，2005年既没有出现牛市，也没有出现经济衰退。）与股票收益率相比，债券的收益率也很高（参见图1–5）。当年有很多以股票形式进行的并购交易。2000年是总统任期的第4年，这是唯一能预示股市上涨的特征。

当时投资者也确实没有任何恐慌。2000年1月那期《商业周刊》的封面要闻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：《商业周刊》

图 8–2 投资者情绪正态分布图(2000年标准普尔 500指数预测数据)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主题是“新经济”。这篇文章称价值高到一定程度的科技股会维持在高水平，还认为其他行业和国家的股票也会赶超它。《商业周刊》不是唯一这样宣传的媒体。我当时也能感觉到投资者有看跌股市行情的情绪（不包括那些永远看跌行情的人的观点）。就在一年前，人们还以为“千年虫”问题会给股市带来终结性的灾难；两年前，俄罗斯的“卢布危机”和一家二级对冲基金公司的破产导致人们担心全世界会受到牵连。这些事件过去以后，人们开始出现了乐观情绪。单从投资者情绪上来判断，采取防御性的措施是合情合理的，看跌股市行情还为时过早。

但有一个更严重的问题，当时没有人看出来。在科技股连续发行了几年IPO以后，股票的供给在我看来几乎已经淹没了需求。20世纪90年代末期科技股的繁荣几乎与1980年能源股供给和需求的关系一样，有事实为证。我在《重回1980年》的专栏文章中阐述了这个问题（参见附录七）。那篇文章发表后不久，美国的科技板块和整个股市就达到了顶峰，并开始下跌，这完全是巧合——我没有想到我的文章写得恰逢其时。

泡沫问题——永远是一个新模式

我不喜欢用“泡沫”这个词，因为很多人相当频繁地谈论它，却根本不了解它的实质。泡沫在很多时候是预测出来的，而不是实际发生的。

而且如果泡沫真的出现并慢慢膨胀，人们反而看不到它。在真正的泡沫破裂之前，它永远被视为一个“新模式”或者“新时期”，与以往不同，旧有的规则在这个时候已经不适用了，同时你还能以接近于零的风险获得可观的收益，因为“时代变了”。在1990年日本股市泡沫开始破裂之前，整个世界都认为日本商人是世界上最优秀的，西方国家都无法与之相比。当科技股出现泡沫时，人们都以为“新经济”出现了。但如果人们所谓的泡沫还没有破裂，说明股价已经升高了很多，高到人们担心它将开始下跌了。这种恐慌往往早就已经存在，将泡沫破裂的风险降至最低。

真正的泡沫出现时，它往往不被称作“泡沫”，人们也一点儿都不担心。1997~1999年间，没有一家媒体宣称科技股出现了泡沫。1999年年末，托尼·珀金斯写了一本书，描述了科技股的泡沫，但没有人理会他。我在《福布斯》杂志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上刊登了专栏文章，其中提到科技股出现了泡沫，那是第一次在全美媒体上将科技股与泡沫这两个概念放在了一起。

1980 年能源股的泡沫我事先没有预测到，事后我对它的特点进行了分析，与 2000 年初我观察到的情况非常一致，结果令人担忧。这些迹象表明，一场真正的泡沫即将出现，它足以对整个股市产生强烈的负面影响，并引来熊市。

我们先来看看 1980 年能源行业难以阻止的下跌趋势。由于 20 世纪 70 年代全球中央银行对资金的管理不力，导致通货膨胀肆虐，商品价格飞涨。两伊战争爆发以后，欧佩克加强了监管。当时油价已经达到了每桶 33 美元，而人们普遍预测 4 年以后油价将达到每桶 100 美元。没人认为油价会下降。到了 2000 年年初，人们一致认为全球网络用户数量将在 4 年内增加两倍，大多数人都在鼓吹“新经济”，宣扬“收益不是最重要的”、“新的模式出现了”、“互联网时代到来了”等观点。

1980 年的能源板块和 2000 年的科技板块有着相当多的共同点：2000 年 3 月，美国前 30 家规模最大的企业总价值达到了美国股市整体价值的 49%，其中一半都是科技股。再回到 1980 年，美国前 30 家规模最大的企业总价值占股市总价值的 1/3，其中也有一半来自能源企业。1980 年能源行业的相对估值倍数与 2000 年科技行业的也很接近。这两个年份有太多的共同点了（但几乎都没有人看出来），因此我认定 2000 年的结果与 80 年代的不会有太大差别。

另一个被人们忽略的关键信息是 IPO 的数量占市场上总股票数量的比例，股票的供给已经过度膨胀了。能源股泡沫的一个特点是 IPO 的大量增加以及股价的暴跌。我首先想到，科技股大规模占领市场将造成股价的下跌。表 8–3 显示了 20 世纪 70 年代末能源股和 90 年代末科技股由于 IPO 大量增加导致股票数量激增的情况。1980 年，几乎所有新成立的公司和原有美国公司的新增价值的一半都来自能源行业；而到了 1999 年，美国股市几乎所有的新增价值都来自科技行业。

1999 年新发行的科技股数量分别占所有新发行股票数量和美国股市全部股票数量的比例与 1980 年能源板块的泡沫也非常相似。此外，这两个板块当年的市净率也达到了市场相对估值倍数的两倍。今天谁还会记得 1980 年能源股的价格达到了成长型股票的水平呢？那个时候太可怕了。但出现这个结果的关键因素在于，几乎没人预测到或者谈论这个结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8–3　两次泡沫产生的原因

美国能源股	1979 年 12 月 31 日	1980 年 12 月 31 日	变化	美国科技股	1998 年 12 月 31 日	1999 年 12 月 29 日	变化
能源企业数量	229	301	72	科技企业数量	1 460	1 652	192
能源企业总价值	189 795	324 629	134 833	科技企业总价值	2 307 384	4 930 559	2 623 175
所有美国股票	1979 年 12 月 31 日	1980 年 12 月 31 日	变化	**所有美国股票**	1998 年 12 月 31 日	1999 年 12 月 29 日	变化
企业数量	4 291	4 417	126	企业数量	8 656	8 785	129
总价值	1 024 832	1 325 489	300 656	总价值	12 881 07	15 748 729	2 867 657
新能源企业占所有新成立企业的比重			20.3%	新科技企业占所有新成立企业的比重			21.2%
新能源企业占所有企业的比重			1.7%	新科技企业占所有企业的比重			2.2%
能源企业新增价值占市场总价值的比重			44.8%	科技企业新增价值占市场总价值的比重			91.5%
能源股市净率			2.6x	科技股市净率			13.9x
标准普尔 500 指数市净率			1.3x	标准普尔 500 指数市净率			5.6x
两种市净率的比值			2 : 1	两种市净率的比值			2.5 : 1

资料来源：标准普尔 Research Insight

现在我们看一下表 8–4 中显示的这两个板块的相对权重。上一排的三个表给出了 1979~1981 年间，也就是泡沫破裂前后能源股在标准普尔 500 指数中的比重；下一排的三个表是 1998~2000 年间科技股的权重。

表 8–4　行业泡沫简史：标准普尔 500 指数行业权重

1979 年 12 月		1980 年 12 月		1981 年 12 月	
基本材料	9.64%	基本材料	8.8%	基本材料	8.58%
资本商品	10.28%	资本商品	10.82%	资本商品	10.03%
通信服务	6.05%	通信服务	4.62%	通信服务	6.53%
必需消费品	10.90%	必需消费品	9.23%	必需消费品	10.58%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

1979年12月		1980年12月		981年12月	
周期性消费品	9.86%	周期性消费品	8.00%	周期性消费品	8.84%
能源	22.34%	能源	27.93%	能源	22.80%
金融	5.79%	金融	5.34%	金融	6.01%
医疗	6.42%	医疗	6.54%	医疗	7.42%
科技	10.86%	科技	10.69%	科技	10.33%
交通	2.17%	交通	2.89%	交通	2.95%
公共事业	5.70%	公共事业	5.07%	公共事业	5.92%
	100.00%		100.00%		100.00%

1979年12月		1980年12月		1981年12月	
基本材料	3.11%	基本材料	2.99%	基本材料	2.41%
资本商品	8.07%	资本商品	8.40%	资本商品	9.01%
通信服务	8.33%	通信服务	7.93%	通信服务	5.47%
必需消费品	14.89%	必需消费品	10.88%	必需消费品	11.35%
周期性消费品	9.13%	周期性消费品	9.14%	周期性消费品	7.56%
能源	6.22%	能源	5.43%	能源	6.45%
金融	15.59%	金融	13.20%	金融	17.22%
医疗	12.07%	医疗	9.05%	医疗	14.10%
科技	18.54%	科技	30.02%	科技	21.85%
交通	0.93%	交通	0.70%	交通	0.67%
公共事业	3.11%	公共事业	2.28%	公共事业	3.91%
	100.00%		100.00%		100.00%

资料来源：标准普尔Research Insight，汤森路透

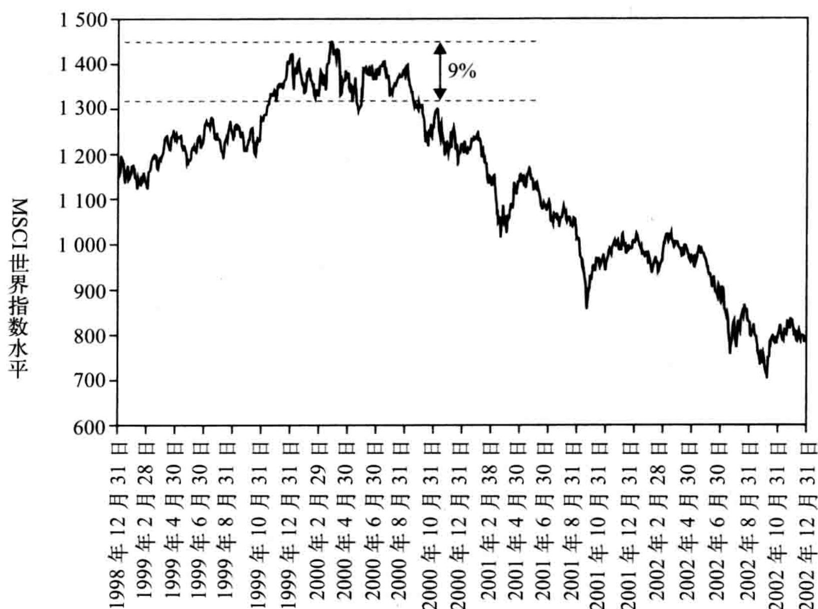
在1980年股市达到顶峰的时候，能源股的市值占美国股市总市值的28%。但科技股的发展更为迅速：从1992年的5%增长到1999年的30%以上。在我看来，这意味着科技股的下跌空间更大。但它不需要有太大的跌幅就足以造成与1980~1982年间能源股同样的负面影响了。这些发现对我的决策产生了很深的影响，因此我认定2000年科技股已经达到顶峰，并即将开始下跌。

在某些方面，我可以看出来2000年的科技股泡沫比20世纪80年代的能源股泡沫更加严重。在1980年，美国前50家规模最大的能源企业发行IPO的时间都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较久。虽然1978~1980年间发行的IPO数量也不少，但规模相对于以前的要小。但在2000年，前50只规模最大的股票中有11只是1998和1999年发行的IPO，我认为这就增加了股市的风险。

我是否确定科技股会暴跌，导致整个股市都下跌呢？不确定，但这样想是符合逻辑的。首先，2000年的很多情况与1980年相似，但没有人看出来。其次，你必须考虑哪些人打算购买科技股，而哪些人还没有购买。有谁成了市场这个“巨大的羞辱者”的羞辱对象呢？从投资者情绪、收益率曲线、财政盈余、以股票交易的并购活动和与1980年的相似性等方面来看，2000年不会出现大幅或小幅上涨的情况，大幅下跌的结果也不太可能出现。从对1981年的分析中我看到，石油行业的股票下跌波及其他行业花费了很长时间。一个板块的泡沫破裂通常不会迅速蔓延到其他板块，所以我估计科技板块会暴跌，但应该在很长时间以后才带动股市整体下跌。因此在短时期内市场不会大幅下跌。最后，我知道牛市的消退是一个缓慢的过程——牛市往往不会突然达到顶峰，而是逐渐向上走的。在2000年牛市达到顶峰的时期，有10个多月的时间全球股市始终没能突破9%的区间（参见图8–3）。



资料来源：汤森路透

图8–3　牛市是逐渐下跌的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意，在2000年年初，科技股在标准普尔500指数中的权重为30%。在不考虑其他因素的前提下，如果一个分量为30%的板块下跌了39%（正如纳斯达克指数在2000年的情况一样），那么整个股市将下跌11.7%。但标准普尔指数在2000年只下跌了9%。也就是说，股市中除了科技行业以外的其他所有行业都上涨了一点点。科技股的下跌还没有波及其他板块，把整个股市拉下水。

但在2000年，我发现科技股从始至终都在下跌。我甚至看到新成立的科技公司投入大量现金去补救，与1980年新能源公司的做法一样，比例也几乎一样。我们可以计算如果这些公司不及时回到公开市场筹集更多资金的话需要多久用光所有现金，那只有两种可能的结果，要么公司倒闭，要么发行更多的新股、增加股票供应，这两种结果都很糟糕。

我们可以以**现金消耗率**为标准，尽量找出所有新科技股的数据来计算它。现金消耗率衡量一家公司在不新进现金的前提下多久会用完已有现金。为了计算现金消耗率，我们比较了2000年第二季度的现金量和净损失量（我们最后一次比较这两个量是在9月份）。假设这些公司没有任何获得资金的外部渠道，我们用现有的现金量除以第二季度的净损失量，就可以得到现金消耗率。

我们总共找到了223家公开交易的公司，这些公司的共性是资金短缺，如果不尽快发行新股的话，就会退出市场。表8–5列出了25家现金消耗率最高的公司。仅在一个季度，这些公司的总市值就从1 400亿美元增长到了3 120亿美元，不是因为这些公司的股价升高了，而是这些公司不加限制地发行新股。市场被这些没有利润的公司发行的股票占得满满的。由于IPO市场被投资者抛弃，这些公司在12个月以后也都消失了，这时候股市泡沫才刚刚开始破裂。（如果你想独立计算现金消耗率，建立一个这样的表是种很简单的方法。表中提供的所有信息都是公开的，你只需要寻找你认为可能下跌的板块，并在网上寻找相关数据就可以了。）

最令人不安的是，当时没有人发现科技行业与20年前能源板块行业情况的相似之处。从任何角度来讲，我都不是唯一目睹了能源股崩盘的金融行业人员，我也不是世界上唯一能获得相关数据进行分析的人。有很多人应该比我更早发现这个现象。但我没看到有人跟我做同样的事，这才令人感到担忧。大家同坐在篝火前，却都在看不同的方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8–5　互联网公司的资金消耗率

股票	公司	市场价值	总债务	第一季度现金	第二季度现金	1999年第四季度	2000年第一季度净收益	2000年第二季度	资金消耗率
1 ONEM	ONEMAIN.COM INC	282.12	30.45	17.06	1.42	−32.73	−39.84	−35.88	0.04
2 FLAS	FLASHNET COMMUNICATIONS INC	52.3	8.61	0.23	—	−11.42	−4.96	—	0.05
3 GENI	GENESISINTERMEDIA.COM INC	86.98	33.15	0.35	0.41	−6.66	−5.13	−7.34	0.06
4 HCOM	HOMECOOM COMMUNICATIONS INC	8.14	0.48	0.08	—	−2.3	−1.49	—	0.06
5 3EFAX	EFAX.COM INC	16.07	1.5	1.6	0.18	−10.14	−5.38	−2.56	0.07
6 CLAI	CLAIMSNET.COM INC	23.19	0	2.49	—	−2.39	−1.93	−9.31	0.27
7 NETZ	NETZEE INC	120.52	16.22	1.33	5.41	−18.85	−15.67	−17.77	0.3
8 LUMT	LUMINANT WORLDWIDE CORP	235.83	6.79	9.44	—	−24.47	−29.65	−29.12	0.32
9 3ESYN	ESYNCH CORP	83.41	0.11	0.5	—	−2.14	−1.49	—	0.33
10 RMII	RMI NET INC	66.39	3.78	3.26	—	−12.24	−7.4	−8.41	0.39
11 DGV	DIGITAL LAVA INC	26.88	0.27	2.59	0.68	−2.25	−1.54	−1.74	0.39
12 ECMV	E COM VENTURES INC	22.18	54.42	2.91	—	−0.13	−6.62	—	0.44
13 ZDZ	ZDNET	135.59	0	0.02	1.21	2.05	−1.57	−2.64	0.46
14 MRCH	MARCHFIRST INC	2 679.63	20	369.83	176.43	8.36	−117.33	−374.45	0.47
15 GEEK	INTERNET AMERICA INC	48.92	0.73	3.3	1.72	−0.9	−1.58	−3.27	0.53
16 ROWE	ROWECOM INC	51.25	6.96	9.29	10.13	−1.61	−15	−19.16	0.53
17 PRGY	PRODIGY COMMUN COEP -CL A	677.28	109.36	21.13	20.73	−29.76	−34.91	−38.95	0.53
18 WAVO	WAVO CORP	22.19	3.37	10.23	4.77	−14.42	−3.51	−8.91	0.54
19 ELTX	ELTRAX SYS INC	150.96	17.7	14.2	—	−1.66	−5.24	−26.34	0.54
20 KANA	KANA COMMUNICATIONS	5 575.49	1.72	35.67	162.84	—	−14.45	−284.94	0.57
21 ATHM	AT HOME CORP	7 578.71	873.23	502.68	388.73	−723.01	−676.52	−668.26	0.58
22 PILL	PROXYMED INC	30.88	1.75	7.91	7.38	—	−5.72	−10.48	0.7
23 AHWY	AUDIOHGHWAY.COM	14.36	0.46	8.34	3.47	−5.86	−4.01	−4.78	0.73
24 BFLY	BLUEFLY INC	10.77	2.87	3.91	3.93	−5.69	−5.67	−5.3	0.74
25 ELIX	ELECTRIC LIGHTWAVE -CL A	941.85	710.4	25.99	—	−35.02	−35.14	−34.96	0.74

资料来源：标准普尔 Research Insight

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上没有任何变化可以缓解科技板块的资金短缺以及IPO和次级股的大量发行。到了2000年年底，股票的供给几乎使需求微不足道。越来越多的互联网公司用光了所有的现金。供给大量增加的现象已经超出了某一个具体的板块，全球的股价都因为供给的增加而发生了变化。如果市场对科技板块、收益率曲线或者其他任何东西产生了些许的担忧，我就会预测2001年股市将小幅下跌。但几乎所有人都没有感到恐慌，这说明真正可怕的时候到来了。巴菲特先生说过一句话："众人恐惧我贪婪，众人贪婪我恐惧。"在2000年年底，我认为2001年不会有足够的购买力防止市场大幅下跌。

截至2000年年底，纳斯达克指数下跌了39%，标准普尔500指数下跌了9%。投资者和专业人士都看涨股市行情，因此我几乎可以确定市场将下跌。不仅仅是科技板块，整个股市都将下跌。

感应式下跌

在熊市中通常有一些行业领跌，我把这种将下跌的趋势转移到其他板块的过程称为**感应式下跌**。它的原理是这样的：假设你经营一家普通的共同基金公司，持有小型互联网公司和大型科技公司的股票。突然，不知道什么原因，互联网公司的股票开始暴跌，你必须卖掉一部分股票来获得现金，以弥补这个损失。你应该卖掉哪些股票呢？当然不能是小型互联网公司，这些股票已经跌得厉害，你希望它们还能涨回来，而且这些公司的流动性较差，所以你需要卖掉英特尔、微软、甲骨文这类流动性很强的大公司的股票。不过这样会对这些公司造成损害。同样的情况也发生在所有其他普通的科技股基金公司身上。但有一些成长型股票基金公司持有科技、医药、消费品等股票。由于英特尔、微软和甲骨文都遭受了损失，这些基金经理就需要卖掉其他行业的股票来弥补这个损失，这样默克和宝洁等公司就成了受害者。最开始下跌的板块遭受了非常严重的损失，但它的影响也逐渐波及股市的很大一部分。2000~2003年间，唯一躲过这场灾难的是价格很低的价值型小盘股，与这场灾难的始作俑者高端市场的成长型科技股正好相反。（顺便说一下，2008年底~2009年初，金融板块的下跌波及了其他板块，因此感应式下跌非常明显。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此在2000年，我减持了手中的科技股数量，到年底彻底采取了防御性措施，并一直坚持了18个月。

熊市的几个基本规则

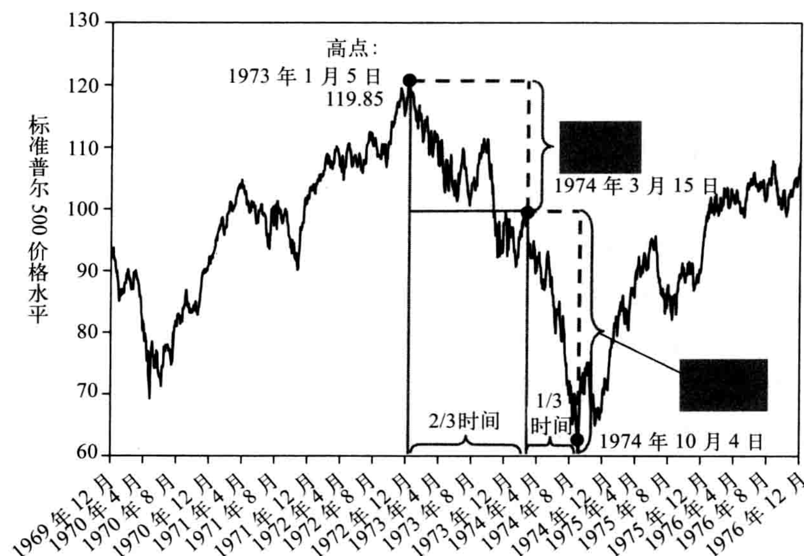
你可能会问，为什么是18个月呢？牛市的持续时间非常不固定，但大多数熊市都会持续12~18个月。近代历史上几乎没有一次熊市持续了两年以上。如果你采取了防御性的投资策略，你也许不应该打赌熊市的持续时间会超过两年。熊市的时间越长，说明你在市场以外等待的时间越久。2000~2002年的熊市是一个例外，它甚至比2008年的熊市持续的时间还长！ 2008年的熊市跌幅非常大，2000~2002年的那一次也不会比这次好到哪里去。这两次大规模的熊市如此临近，让人们以为熊市都是这样严重或者持久的——这是典型的**近因偏差**（recency bias），是一种认知性错误。如果你认为下一次熊市的持续时间会远远超过18个月，那你只是根据股市的罕见情形得出的这个结论。你必须找到非常有说服力、合情合理的理由，而不是依据人们的恐惧或者情绪的变化来下结论。如果你仍然坚持自己的想法，认为熊市将持续很长时间，那你就会错过下一个牛市周期开始之初经常会出现的疯涨势头，为此你将付出巨大的代价。

此外，即使你准确地判断出熊市结束的时间，并得到了事实的证明，你那受远古时代思维影响的大脑也会担心你会受到损失，因此你仍然有可能等到一轮大幅上涨的周期结束以后才回到市场。按兵不动也许让人感到心里踏实，这让你在更长的时间里感觉自己做了正确的决定，尤其是你能说服自己牛市开始之初的一轮疯涨并不真实。你的大脑会因为你成功地预测了熊市的持续时间而沾沾自喜。回到牛市意味着你可能做了错误的决定，而且如果你错了，其他人都会嘲笑你，而落后的思维告诉我们自己痛恨被人嘲笑。

熊市很少会像你认为的那样持续很久。你经常听到“长期熊市中出现的周期性牛市”的说法，它的意思是，在一个相当长的下跌周期中，偶尔的上涨只是昙花一现。但历史清楚地告诉我们，股市上涨的时间远远多过下跌的时间，历时相当长的熊市是不存在的，至少与人们想象中不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你能理解熊市的本质，你就会明白为什么事先做好重新回到市场的时间安排是一件好事了。从历史经验来看，在熊市的前 2/3 的时间里只能出现 1/3 的损失，我称之为“2/3 与 1/3 规则”。（提醒你一下，我在这里讲的规则都是不具有约束性的，在对资产配置做出大的变动之前，还要考虑到其他的基本因素。）这是一个总的概括，但剩下的 2/3 的损失往往在熊市快要结束时才出现，1973~1974 年间的熊市就是一个很好的例子（参见图 8–4）。



资料来源：汤森路透

图 8–4　2/3与 1/3规则

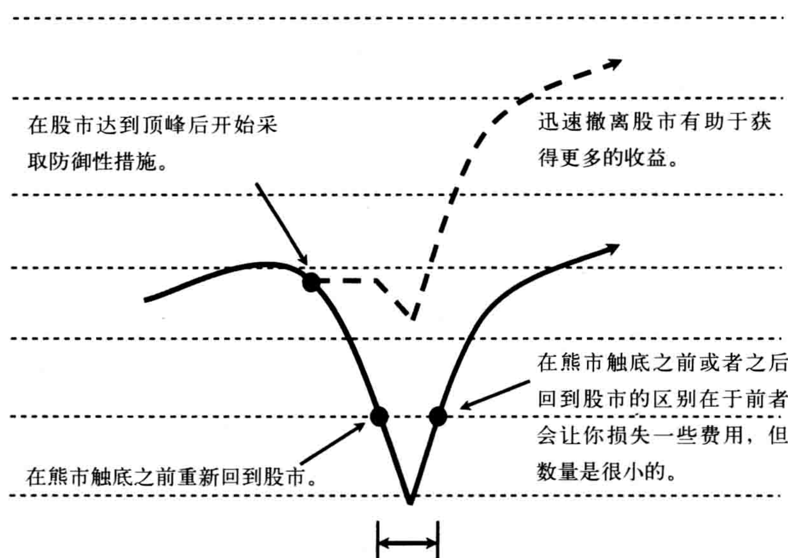
你永远也无法完美地确定重新回到市场的时间（2002 年我就没能准确预测），但你一定要提前做好准备。熊市在结尾的时候会让人输得很惨，这是“羞辱者”的一个把戏，它企图让你错过新的牛市到来之初出现的收益猛增的时机。

从另一个方面来看这个规则，熊市的开始阶段股市变动往往不是很大，越到后面下跌速度越快。在从牛市顶峰到熊市低谷之间的 10%~20%的时间里，市场是缓慢下跌的。2000 年的情况是一个很好的例子，参见图 8–3。对于美国、其他国家乃至整个世界的股市来讲，事实都是如此。因此在预测大规模熊市的时候，你不必在股市达到顶峰之前就预测出来，而且这也是不太可能做到的。相对于什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都没有发生的时期，在股市达到顶点、出现了一些下跌的迹象时预测熊市会容易得多。

股市跌到低谷时，就是相反的情况了。牛市虽然不会迅速冲到顶点，但熊市可能出现突然降到谷底的情况，即V形触底，有时候甚至会双触底，即W形触底。我们先来研究V形触底的情况，参见图8–5。如果你在股市开始从最高点下跌的某个时期成功地采取了防御性措施，那么在V的左侧还是右侧没有任何区别，你都处于同一个水平上（如果在左侧，你可能会多损失一点儿利息）。



注：此图为假想情况，不作比较分析或预测之用。

图8–5 每个熊市过后都会出现牛市

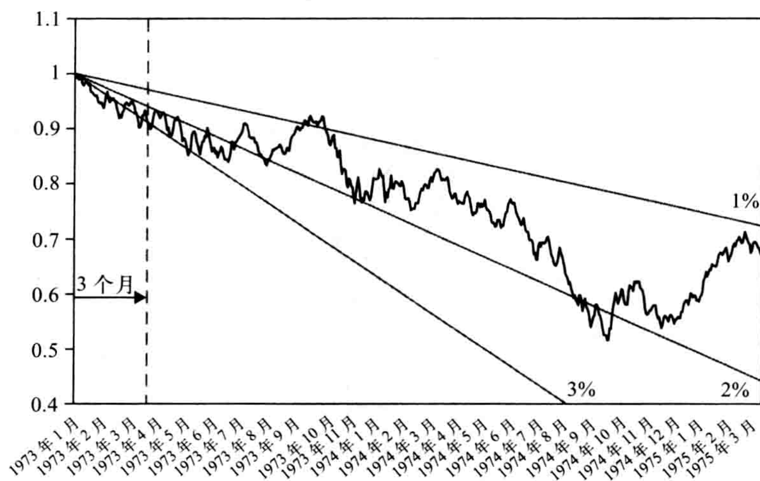
“羞辱者”希望你陷入损失规避和后见之明偏误的错误中，等到股市开始产生实际效益时才回到市场。在正确的时间退出市场是需要凭直觉来判断的，**前提**是你能准确地预测熊市（这是很难的）。回到市场同样不容易做到。熊市周期为18个月的规则可以帮助你加强自我约束和控制能力。

你不想遵循这个规则也没关系，但记得提前规划好时间范围，并坚持遵循自己的计划。如果你想利用我的结论，你也可以以18个月为期限，看看自己的立场是什么。如果在18个月以后你仍然认为自己掌握了别人不知道的信息，了解股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续下跌的原因，那你就可以继续坚持防御性措施。但如果一个月内股市没有继续下跌，那你必须让自己回到市场。股市继续下跌就不采取行动，开始上涨则要回到股市，这也是一种约束方法。这两次你处于V形曲线的两端对称的位置，不要让自己的大脑受到限制。

你不需要完美地预测出熊市的开始时间还有另外一个原因。我们研究过的所有美国和全球的熊市（除了两次例外的情况）平均每月降幅为1.25%~3%，其中2%是一个平均值——1973~1974年就是一个很好的例子（参见图8–6）。两次例外的情况分别是1987和2008年，其中前一次熊市历时非常短。2008年的那次是“大萧条”以来最严重的熊市，自雷曼兄弟公司破产以来，股市呈自由落体式下跌，导致平均月损失比以往更加严重，因此它也是一个例外。



资料来源：汤森路透

图 8–6 2%规则

这个特殊规则的目的就是防止你在出现正常波动时因为恐惧而逃离股市。如果你怀疑自己陷入了一场熊市，要保持耐心，审时度势。如果你发现市场的跌幅超过了2%的平均值，在退出市场之前先等一等，看看它能不能再涨回来。你所经历的可能只是市场的轻微回落。如果一个典型的熊市出现，你很快就能看到价格在月平均跌幅2%的范围内经历短期回升，给了你做好退出市场准备的时间，因此耐心在这里非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔 · 古德曼是《福布斯》杂志的长期专栏作家，他是一个很有智慧的人。（我在 2007 年 8 月超过了他，成了为该杂志撰写专栏文章时间排名第四的作家。）我认为乔是《福布斯》拥有过的最棒的专栏作家。他在 20 世纪四五十年代建议投资者不要过早地期待股市达到顶峰。他认为，在人们以为股市已经达到最高点的时候应该再等 3 个月才可以认定熊市即将出现。

我再说一次，我上面说的这些规则都是不具有约束性的，不能盲目地遵从。它们的作用是给你提供一些行为规范，防止你在市场回落时误以为熊市到来，错过了大幅上涨的牛市。在应用这些规则的同时，你还要看清楚一些别人看不到但对股市有着很大负面影响的基本事实，以便于及时采取防御措施。

永远不会过时

如果你有着长期的投资规划，并希望从本书中学到一些基本方法，那你最应该记住的一点就是永远不要把预测熊市当成一件很容易的事。股市虽然多变，但不管有多么令人恐慌的事件发生（也不管它们的发生有多频繁），它们本身并不足以造成熊市。

作为投资者，我们往往记不清楚之前发生过的事，以及我们是如何应对的（这是后见之明偏误在作怪），因此我们经常以为我们采取的处理方法比实际上要好。但历史上发生过的大事不计其数，而股市依然在困境中波动上升。股市的韧劲会让你吃惊。

表 8–6 中给出了历史上股市中发生的一些大事。你可以试着回忆一下，不要欺骗自己，在经历某一个事件的时候你的感受是什么，例如古巴导弹危机、肯尼迪总统遇刺、美国驻伊朗大使馆被攻占、“千年虫”问题等——如果你那些时候已经参与股市活动的话。不要因为其他人的恐慌而在错误的时间退出股市，这正是“羞辱者”希望看到的结果。

表 8–6　历史上的大事

年份	事件	全球股票收益
1934	“大萧条”；第一次提出保证金规定；希特勒宣布自己成为德国的独裁者。	2.6%
1935	西班牙内战；意大利侵略北非；希特勒拒绝履行《凡尔赛协定》；社会保障纳入法律。	22.8%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	事件	全球股票收益
1936	希特勒占领莱茵兰地区。	19.3%
1937	货币政策收紧；资本支出和工业生产大幅下降；经济衰退。	–16.9%
1938	全球被战争阴影笼罩；华尔街丑闻浮出水面。	5.6%
1939	欧洲战争占据新闻头条；德国和意大利签订 10 年军事协约。	–1.4%
1940	法国宣布投降；英国参加战争；美国修订中立法案。	3.5%
1941	德国入侵苏联；珍珠港事件；美国向日本、意大利和德国宣战。	18.7%
1942	战时限价；中途岛战役。	1.2%
1943	在美国，肉和奶酪开始实行配给；罗斯福总统宣布冻结物价和工资。	19.9%
1944	消费者商品短缺；同盟国登陆诺曼底；布雷顿森林体系建立。	–10.2%
1945	罗斯福总统去世；战后经济呈现衰退迹象；硫磺岛战役；向日本投掷原子弹。	11.0%
1946	1946 年《就业法》获得通过；钢铁和船运工人罢工。	–15.1%
1947	“冷战”开始。	3.2%
1948	柏林封锁；美国政府占领铁路防止罢工；以色列宣布独立。	–5.7%
1949	苏联试爆原子弹；中国共产党赢得内战。	05.4%
1950	朝鲜战争；麦卡锡与“红色恐慌”。	25.5%
1951	开始征收超额利润税。	22.4%
1952	美国政府占领钢厂防止工人罢工；联邦收入税最高税率达到 92%。	15.8%
1953	苏联成功试爆氢弹；《经济学人》杂志预测 1954 年经济衰退。	4.8%
1954	道指达到 300 峰值，人们普遍认为市值过高。	49.8%
1955	艾森豪威尔总统染病。	24.7%
1956	埃及占领苏伊士运河。	6.6%
1957	苏联发射“伴侣”号人造卫星；美国财政部长汉弗莱警告经济可能出现萧条，得到了艾森豪威尔总统的认同。	–6.0%
1958	经济衰退。	34.5%
1959	古巴卡斯特罗掌权。	23.3%
1960	苏联击落美国 U–2 侦察机；卡斯特罗占领美国炼油厂。	3.5%
1961	猪湾事件（Bay of Pigs invasion）以失败告终；美国军队被派往越南；柏林墙筑起。	20.8%
1962	古巴导弹危机，对全球安全造成威胁；肯尼迪总统强制压低钢铁价格，给华尔街造成恐慌。	–6.2%
1963	南越南政府被推翻；肯尼迪总统遇刺。	15.4%
1964	北部湾事件；纽约发生种族暴动。	11.2%
1965	民权运动游行；有谣言称约翰逊总统心脏病突发；财政部警告出现黄金投机行为。	9.8%
1966	越战升级，美国轰炸河内。	–10.1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	事件	全球股票收益
1967	纽瓦克和底特律出现种族暴动；约翰逊总统签字通过高额国防开支；“六日战争”。	21.3%
1968	“普韦布洛”号通用环境研究舰（USS Pueblo）被扣押；美国对北越南展开“新年攻势”；马丁·路德·金与罗伯特·肯尼迪遭暗杀。	13.9%
1969	资金收紧，股市下跌；优惠利率达到历史新高。	–3.9%
1970	美国入侵柬埔寨，越南战争范围扩大；资金供应量下降；佩恩中部铁路公司破产。	–3.1%
1971	工资物价遭到冻结；美国终止使用布雷顿森林体系汇率，不再实行金本位制。	18.4%
1972	美国贸易赤字达到历史最高；美国在越南港口布雷；尼克松访华。	22.5%
1973	能源危机，阿拉伯国家石油禁运；水门事件；“赎罪日”战争；美国副总统阿格纽辞职。	–15.2%
1974	股市在40年中达到最大跌幅；尼克松总统辞职；日元贬值；富兰克林国民银行破产。	–25.5%
1975	纽约政府破产；经济前景黯淡。	32.8%
1976	经济缓慢复苏；欧佩克抬高油价。	13.4%
1977	股市大幅下跌；社会保险税率升高。	0.7%
1978	利率升高。	16.5%
1979	油价飙升；三里岛核事故；伊朗侵占美国驻伊大使馆。	11.0%
1980	利率达到了空前的高水平；纽约爱运河（Love Canal）污染造成环境和健康危机；卡特总统停止针对苏联的粮食出口。	25.7%
1981	经济深度衰退；里根总统遇刺；能源板块开始崩盘；首次确认艾滋病。	–4.8%
1982	出现了40年以来最严重的经济衰退，公司利润大幅下降，失业率飙升。	9.7%
1983	美国侵占格林纳达；美国驻贝鲁特大使馆遭炸弹袭击；华盛顿公用动力供应系统（WPPSS）市政债券违约，为历史上规模最大的市政债券违约。	21.9%
1984	财政赤字达到历史最高水平；美国联邦存款保险公司对伊利诺伊州大陆国民银行（Continental Illinois）提供救助；美国电话电报公司（AT&T）宣布分拆业务。	4.7%
1985	美国与苏联展开军备竞赛；俄亥俄州银行关门，防止民众挤兑；美国成为最大的债务国。	40.6%
1986	美国轰炸利比亚；波尔斯基承认从事内部交易；“挑战者”号航天飞机爆炸；切尔诺贝利核事故；税收改革法案获得通过。	41.9%
1987	出现单日最高股市跌幅；“伊朗门”事件调查牵涉里根总统。	16.2%
1988	第一共和银行破产；巴拿马强权者诺列加遭到美国政府指控；泛美航空103号航班遭炸弹袭击。	23.3%
1989	美国开始对储蓄和贷款业务实行救助；洛杉矶大地震；美国军队进驻巴拿马；推翻柏林墙；日本公司购买洛克菲勒中心。	16.6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

年份	事件	全球股票收益
1990	伊拉克入侵科威特，为海湾战争作铺垫；消费者信心下降；失业率上升。	–17.0%
1991	经济衰退；美国开始对伊拉克进行空袭；失业率上升至 7%；苏联解体。	18.3%
1992	失业率持续上升；经济恐慌；货币供应量减少；总统选举竞争激烈。	–5.2%
1993	税率上升；经济恢复存在不确定性，人们担心股市再次触底。	22.5%
1994	美国试图将医疗保险业务国有化；中期选举时共和党获得压倒性的胜利。	5.1%
1995	美元疲软造成恐慌；俄克拉何马市爆炸案。	20.7%
1996	人们对通货膨胀产生担忧；南斯拉夫共和国内战。	13.5%
1997	10 月科技股出现小范围崩盘；环太平洋国家经济危机。	15.8%
1998	俄罗斯“卢布危机”；“亚洲型流感”；长期资本管理公司崩溃。	24.3%
1999	“千年虫”问题造成恐慌，股市出现回落；格雷厄姆–利奇–布利利法案获得通过（取消了 1933 年的格拉斯–斯蒂高尔法案）。	24.9%
2000	互联网泡沫开始破裂；总统选举竞争激烈。	–13.2%
2001	经济衰退；“9 · 11”恐怖袭击；减税；美国与阿富汗的冲突开始。	–16.8%
2002	公司财务丑闻；人们对恐怖主义产生恐惧；美国与伊拉克关系紧张；萨班斯–奥克斯利法案获得通过；巴西处于债务违约边缘。	–19.9%
2003	共同基金丑闻；美国发动对伊拉克战争；“非典”。	33.1%
2004	对美元疲软和财政赤字的担忧；印度洋地震和海啸导致 20 多万人死亡。	14.7%
2005	因核武器问题导致美国与朝鲜和伊朗关系紧张；卡特里娜飓风；油价飙升至 70 美元/桶。	9.5%
2006	朝鲜试射核武器；住房市场泡沫引发恐慌；伊拉克战争仍在继续；对新任美联储主席（伯南克）的担忧。	20.1%
2007	石油价格达到新高；次贷危机；主权财富基金增加。	9.0%
2008	全球金融业恐慌；自 20 世纪 30 年代以来一年股市跌幅达到最高。	–40.7%
2009	全球各国出台了大量的财政刺激计划；全球各国央行利率达到历史新低；针对美国医疗问题的大辩论。	30.0%
2010	“欧猪五国”主权债务危机；对股市双触底的担忧；5 月股市闪电崩盘；民主党失去了众议院的多数席位；医疗改革法案获得通过；金融改革法案获得通过；《巴塞尔协议三》（*Basel* Ⅲ）银行业改革法案获得通过。	11.8%
2011	“阿拉伯之春”；日本发生地震和海啸；“欧猪五国”主权债务危机持续引发担忧；本 · 拉登被击毙；美国信用评级被下调。	–5.5%

注：1970~2011 年的收益均为MSCI世界指数的收益，该指数反映了 24 个发达国家的股市情况，以股票红利和代扣所得税的形式体现出来。1970 年以前的收益率数据由全球金融数据公司提供，体现了 1934 年以来以股票红利显示的世界指数的收益情况。

资料来源：全球金融数据公司，汤森路透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果牛市呈现出另一种状态

市场这个“羞辱者”企图让你以为每一个牛市本质上都是“披着羊皮”的熊市。一轮新的牛市开始出现的时候，它呈现在人们面前的是一次“百年一遇”的熊市的特点。牛市毫不掩饰自己的伪装，我从未见过有哪次牛市不是以熊市的姿态出现的。遗憾的是，大多数投资者都看不到市场的伪装，他们只知道自己进入股市的时间太晚了。实际上，被“羞辱者”蒙骗了的投资者们已经错过了牛市最初 50%的上升时期。

你必须明确如何区分市场的伪装与它的本来面目——熊市的调整，只有这样才能对抗“羞辱者”。二者的主要区别在幅度和持续时间上。市场的调整往往是短期、全球性的下跌，幅度为 10%~20%甚至更多，会引起人们的紧张。这种变化短暂而剧烈，常常跟在市场放量上涨与其他看似合理的原因之后，让你以为市场下跌的幅度将增加。通常这种调整结束得也很快，股市甚至还有可能迅速大幅上涨——但一旦它开始下跌，人们会以为没有尽头。

你可能以为像 1998 年中期那样 20%的跌幅非常高，能够证明熊市到来了，但这里的关键词是“短暂而剧烈”——就像坠下悬崖一样，违背了月平均跌幅为 2%的规律。在牛市期间，市场回落是常见现象（平均每一两年就会出现一次），而这段时间往往让人难以承受——你不应该因为股市快速地涨跌就有所行动。你必须准确地预测出股市变化开始和结束的时间，这才算是成功的预测。但你很有可能错过退出或者返回股市的最佳时间，或者两个都没赶上。别灰心。（在资本管理的整个历史上，数万名投资者中没有谁——我的意思是没有一个人——能够坚持在很长时间内准确预测股市短期的下跌。如果这个真有可能实现，那么至少有一个人应该做到，但事实上没有任何人能成功。）

就算你凭借非常好的运气准确判断出了市场回落的时间，最终的结果也与小幅下跌的情况相似，因为你得到的收益全都用来支付税费了。

如果熊市呈现出另一种状态

但熊市开始之初完全不像市场回落，它给投资者的感觉并不明显。牛市达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到顶峰以后不会以股价的突然下跌宣告熊市的到来。没有任何明显的迹象（只有1987年的情况例外，2008年时甚至都不算特例）。这时不是牛市摆出熊市的姿态，而是熊市披上了牛市的伪装。我在前面提到过，牛市达到顶峰是一个短期变动剧烈但长期涨势缓慢的过程，这时投资者通常不会看跌市场行情（长期看跌行情的投资者除外）。你不会看到股市猛烈地下跌，甚至“感觉”不到股市将要经历一个持续的下跌过程。事实上，你很可能“感觉”到自己多样化的投资组合收益平平，想要在某一只股票或表现突出的板块下更大的赌注来赚大笔钱。

从历史经验上看，如果市场在72%的时间里都在上涨，而一些下跌的年份幅度都很小，你么你经历的这几年很可能是容易造成恐慌的大幅下跌的熊市。这种情况时有发生，会让投资者感到痛苦。但如果你希望进行长期投资，并获得较多收益，那你很有可能经历过这样的下跌过程。遇到这样的情况，你可能会轻易地认为股市会永远跌下去，但历史经验、股市的基本面和获得收益的动力（再加上人的本性）告诉我们，事实不会是这样。

我们可以换个角度看这个问题：如果你在20年里看跌股市行情的次数远远超过了三四次，那么其中很多时候应该是没有必要的。记住，我们都是普通人，往往倾向于规避损失而不是获得收益。千万别忘了这一点。如果你的大脑不断地告诉你熊市要来了，它其实是在误导你。成功地预测熊市的前提是，你的想法必须与别人的相反。你需要抛开其他人独自行动。但如果你掌握了本书这三个问题的要领，你永远都不会孤单。

过早地回到股市

成功地预测出熊市仅仅完成了一半工作。如果你采取了防御性的投资策略，你就必须明确什么时候再回到股市。我们那受限于旧观念的大脑以为决定何时重新投资与决定何时退出股市一样充满了风险。正如在决定退出市场的时候，你不能以一组固定的指数为参考，你也无法明确地知道什么时候再回来。

在成功预测了科技股泡沫和熊市以后，我和我们公司认为2002年5月会出现牛市。事后看来，我们的预测太早了，因为整个股市直到2002年10月才触底。我没有期待自己能毫无误差地预测出股市触底的时间，但刚刚好在合适的时间重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回股市，没有给“羞辱者”用股价暴跌的手段让我蒙受损失的机会。

为什么我和我们公司打算在5月回到股市呢？下面是一些主要原因。尽管我们的判断是错误的，比实际发生的时间要早，但下面这些是根据本书的三个问题做出的理性决策：

- 根据熊市持续时间为18个月的规律，我决定在2002年6月之前重新投资。公司客户都希望能获得丰厚的股票收益，所以我不想让公司离开股市的时间超过18个月。
- 在熊市开始以后，人们才第一次看跌股市行情，因此我认为大幅下跌在未来的12个月应该是最不可能出现的情况。事实证明，12个月以后，全球股市都在下跌，但幅度很小。我当时认为，要判断股市接下来几个月的走向仍然是不可能的。这次，它几乎瞬间跌了很多。我掉进了股市的陷阱里。没有人喜欢在股票上赔钱，但我仍然认为股市出现前三种结果（大幅上涨、小幅上涨和小幅下跌）的可能性更大，所以保留了在股票上的投资。
- 熊市的投资产品数量大增，例如共同基金是为熊市量身打造的，可以在股市的下跌中获益的投资产品。熊市的时事通讯当时非常受投资者欢迎，这些通讯的作者被奉为理性的圣人。
- 坏消息的主要来源已经被人们所熟知，而且似乎已经成了市场的定价因素，它们让人们感到“震惊”的能力在过去两年半内已经慢慢被稀释了。这些因素包括经济衰退、收益下降以及可能发生的破产、恐怖袭击、战争、财务丑闻（安然公司、世通公司）等。
- 从2001年9月（在纽约、华盛顿和宾夕法尼亚州发生的恐怖袭击事件刚过去不久）到2002年5月，似乎形成了二次探底。
- 货币状况从总体上来看还不错。汇率的增长速度超过了通货膨胀率，短期流动性不断增加，美国和全球的收益率曲线大幅上升。更重要的是，没有人注意到这些。
- 外国市场第一次呈现出比美国市场更加强势的状态，预示着全球股市即将出现转机，熊市很快会结束（但到2003年，这种情况也消失了，收益又开始报复性下跌）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 一种新的资本市场技巧出现了，即**运行强度指数**。它显示股市严重超跌，随时可能上涨。但遗憾的是，我们建立这个指数参考的所有数据都来自“二战”以来小规模的全球熊市，在第一次实际运用时并没有准确地反映事实。

运行强度指数

运行强度指数是一个衡量投资者情绪疲劳程度的指数。它是我们公司通过本书第二个问题开发的另一个资本市场技巧，是一种衡量短期内投资者情绪的方法。短期的投资者情绪是影响股票需求的主要因素，也是决定短期股价的重要内容。运行强度指数是一个复杂的数学算式，结合了很多让人们知道预测市场变化时间的工作太耗费精力、无法一直坚持下去的因素。指数的范围为0~100。我们发现，如果很多不同的股票指数都降到20以下，股市就会强势反弹。相反，如果指数涨到80以上，那么股市超买已经到了非常高的程度，股价往往会随之下跌。经过反复验证，这个结论是成立的。

2002年5月，运行强度指数降到了非常低的水平，远远低于20，这似乎标志着股市严重超卖。很多主要的指数都出现了这个现象。已经有好几十年没有出现过这种情况了，也许未来几十年之内也不会再有。这个指数从来没有在真实的情境下使用过，因此我们在检验它的时候，也不是在相应的真实条件下。运用的时机是最重要的。

到了6月底，我们意识到这个指数还没有作为一个定时的机制好好地发挥作用。事后再来看，我们发现投资者情绪可以变得很糟（实际上也的确如此）。运行强度指数还不足以用来衡量2002年的熊市那样极端的情况，只能用在比较正常的熊市上。

但其他的规则在这一次都符合条件，因此我们没有理由回头退出市场。这时候我积累了一些悔意，学到了一些有用的知识（在一定程度上也算是对“羞辱者”进行了反击）。

通过建立资本市场技巧来分析罕见的极端现象，需要用可以比较的历史数据作参考。但这些数据是规范的吗？我早就知道，旧数据里掺杂了一些具有干扰性的东西，通过实践来了解似乎更好。然而出于应用的需要，我必须明确旧数据是有效的。因此，我们采取了严格的抽取方法，确保我们用以参考的数据尽可能地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与事实相近。你要研究的现象越罕见和极端，你就越需要保证自己参考的数据不受外界因素影响。规范的数据并不容易获得。

我还得到了另一个教训。我知道应该更加注重客户的需求，只是必须采取一种特殊的方式。我们公司在2002年5月开始重新投资的时候，发现几乎所有的客户都不反对这个做法。他们都很积极地认为应该将自己现金部分的资产用于投资股票。我们卖掉科技股的时候，客户们都认为错过了一个赚钱的机会——当然现在看来我们的决定是正确的。但通常来讲，投资者总会在错误的时间做错误的事。

到了2002年5月，我们认为公司的客户群不能代表全球股市。我们以为在成功地避开了熊市的大部分下跌期以后，客户们对我们应该有很大的信心，不会对股票投资产生担忧。但不出一个月我们就发现，很多客户都不喜欢我们的做法。

因此，我们开始设计出大量的资本市场技巧，来实时计算公司不断变化的客户群规模。他们足以代表美国的高净值投资者，因此，以他们为样本来研究投资者情绪再合适不过了。如果我们的客户并不担忧，那么整个美国的投资者应该也不会。现在我们通过每天收集客户的指令、统一标准，计算出整个客户群的担忧或者乐观的程度，这个结果本身就是一个很有价值的衡量投资者情绪的工具。

当然，我也漏掉了其他一些因素。例如，我没能预测到2002年7月萨班斯–奥克斯利法案的出台，它的出现导致股市下跌，到现在依然有影响。我还低估了2002年年末整个社会认为“所有CEO都是骗子”的程度，这个想法不仅导致萨班斯–奥克斯利法案的出台，后者也对它起到了推动作用。例如，到了7月，关于“杰克·韦尔奇是个浑蛋”以及“通用电气将成为下一个安然”的说法满天飞。如果通用电气都垮掉了，整个股市也会遭殃。所有的结论都是人们一时兴起的说法，没有任何征兆。但在牛市或熊市快结束时把握住投资者的情绪变化是非常困难的，也很容易判断错误。过早进入股市是一个重大的错误，但只要你在入市以后做出的正确决策多于错误决策，即使你偶尔犯了严重的错误，长期来看你仍然能跑赢市场，这就是投资的意义。我回到股市以后，仍然随着它的变动更改决策。

未能及时退出股市

在修订本书期间，我又一次做了“错误的预测”，得到了一个教训。我一再强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调，投资不是一门手艺，它是一个不断探索的过程，也是一个不断学习的过程。

我没能准确地预测出2008年那场熊市，原因在于，从很多方面来讲，那次的熊市与以往很多熊市的特征都不同，股市从顶峰开始下跌的时候，我没有发现在其他熊市中看到的积极乐观的情绪。在我看来，这个时期应该与股市回落的特征类似。的确，它看上去的确像是一次回落，但美国财务会计准则委员会第157条规则（“公允价值会计”）却造成了负面影响。

简要地讲，这条规则导致银行利用不合理的标准去计算不具流动性（或流动性非常低）的资产的价值。它强行使银行陷入了一个划减资产账面价值的自我循环，即在单纯地注销资产负债表的循环中，强迫它们卖掉其他资产来使账面价值与资本充足率相一致。在此过程中，很多大型的金融机构都被逼到了悬崖边上，对引导投资者情绪没什么帮助。此外，熊市在2007年年底，即这个规则开始实行以后出现，并结束于2009年3月，当时这个规则已经有希望被终止了（事实上它从那以后就不再发挥作用了）。我认为这并不是一个巧合。

接下来，美国政府对2008年金融公司趋于疲弱的应对相当不负责任。一些公司被政府安排与其他公司结合（如摩根大通和贝尔斯通），一些被收归国有（如美国国际集团、房利美和房地美），还有一些被迫宣布破产（如雷曼兄弟）。每一家公司的结果似乎都没有合理的原因，但市场最不喜欢这种不确定的状况了。

我认为，如果没有美国财务会计准则委员会第157条规则和之后政府的随意安排，2008年的情况只不过是一次比较大的市场回落，或者小规模的熊市而已。可能我的说法是错的，但我们也没有办法验证了。但我的主要意思是，如果你打算从长期投资中获得丰厚的利益，你必须承担“羞辱者”带来的巨大的、有可能将你的财产完全吞噬的风险。你所能做的就是尽可能地吸取教训，把眼光放在未来，而不是过去。

2008年的熊市留给人们的主要教训是，财务或管理规则的很小变化也能产生巨大的影响，所以我们公司不断回顾这些变化，分析它们将来可能造成什么影响。这是一个很困难的工作，但投资也是一个无休止的探索过程，尽管总有一些教训不太容易接受。（如果你想了解更多关于2008年次贷危机的具体内容和发展情况，我强烈推荐你阅读联邦存款保险公司前主席威廉·艾萨克撰写的《无谓的恐慌》一书。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70/30 规则

在整个职业生涯中，我犯过很多错误，以后还会继续犯错，我可以接受这个事实，并做好了再一次犯错的准备。这是投资的一部分。然而，CXO咨询集团（一家独立的网站机构，对市场预测的准确度进行排名）始终将我们公司排在长期公开预测最准确的公司之列，他们的依据是我从2000年开始为《福布斯》杂志撰写的所有专栏文章。

那么该网站上我们公司的排名为什么这么靠前呢？我说过，在投资中，你的目标不应该是做到完美（这是不可能实现的），而应该是提高自己判断的准确率。我在2011年时曾写过，根据CXO的计算，我的准确率达到了63%（你可以从CXO的官方网站www.cxoadvisory.com上找到这些评级的标准，这是他们采用的术语，不代表我的观点）。目前还没有一家公司的准确率能达到70%。准确率能达到51%就足以打败市场了，而70%几乎是神话。但这仍然意味着传奇性的公司仍然有30%的时候是错误的。如果能仅仅通过签一份合约就可以做到准确率高达70%而只有30%的时候是错误的，那我一定会签这个合约，把我的钱都投进去，也再不会有其他的想法。也许有时候你的决策是非常错误的，但一段时间以后，只要你错误的次数少于正确的时候，你仍然能成为大赢家。

造成熊市的原因是什么？

造成熊市的原因是什么？这个问题的答案不是唯一的。货币条件、收益率曲线的变动、财政盈余、某一个板块的崩盘、需求过量的回落或者对财产权产生影响的失败的立法都可能起作用。但这一次的原因很可能与上一次不同。两次连续的熊市很少由同样的原因引起，因为大多数投资者都在为上一次出现的情况做准备。

你可能因为牛市持续的时间过长而开始怀疑熊市即将出现。别忘了本书第一个问题：牛市应该持续多久有"正确"的时间吗？没有！牛市没有"正确"的持续时间。正因为有时候牛市历时会长于平均时间，所以总有一些人会说这轮牛市太长了，该停止了。这个说法并不对。牛市的终止是有原因的，它们最终会停止，但与持续时间无关。1994年时人们都在说，20世纪90年代的牛市持续时间太久

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，但他们做出这个判断为时过早。“非理性繁荣”这个概念就是在 1996 年出现的，而它的出现也太早了。牛市到底能持续多久是没法确定的。

你可以利用本书的三个问题来验证这个结论。找几个你最喜欢的指数，看看它们之前是不是经常造成熊市。你会发现，任何单一的基础指数或者技术指数都不是万能的，都不能独立、准确地预测出熊市的开始时间。你也不能凭“感觉”判断什么时候应该退出股市。我听到太多的投资者（甚至还有专业人士）在说他们有一种“奇怪的感觉”，市场在朝着某一个方向发展，他们“无法解释”，但“就是知道”。这是“羞辱者”的把戏。如果不是，你应该吃点儿安眠药，好好睡一觉，然后把它忘了。接下来，你需要利用第三个问题好好思考一下，这才是你应该做的事。如果你相信自己“奇怪的感觉”是正确的，它也许是，谁没有运气好的时候呢。但你也有可能犯后见之明偏误，忘记自己曾经有过完全错误的“奇怪的感觉”。

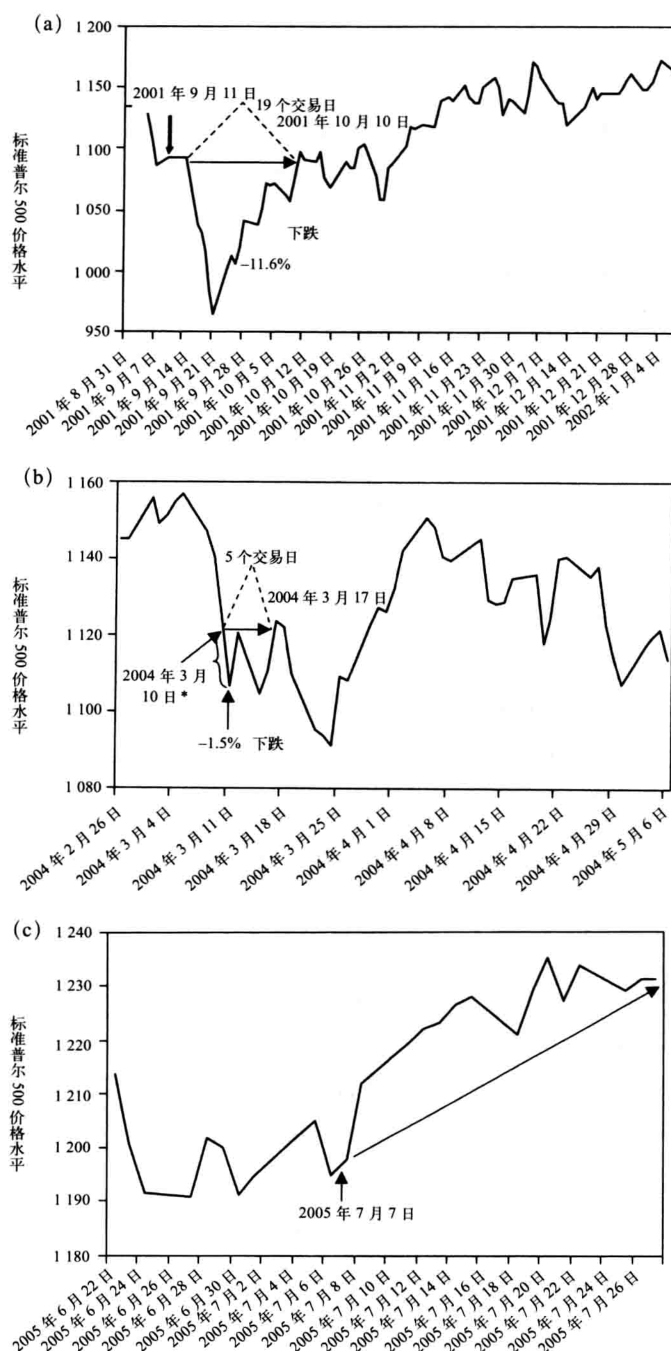
本 · 拉登和卡特里娜飓风

一些人会说：“我们生活的时代不同了。一场恐怖袭击都能打破市场秩序，不是吗？”这么说也没错。2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击发生时，熊市和经济衰退已经过去了 2/3，这看上去似乎吓退了市场的再次上涨（但我们没办法判断这个结果是不是正确的）。那么思考本书第一个问题：“9 · 11”事件对股市是否真的具有持续的毁灭性影响呢？

美国股市在那一天休市，直到 9 月 17 日才恢复交易。在开市当天，标准普尔 500 指数就大幅跳水，到 9 月 21 日已经下跌了 11.6%。但令人惊讶的是，在短短 19 天内，美国股市交易量已经超过了 9 月 10 日的水平，而且一直持续了几个月。每个人对那段时期的印象都不同，因为在袭击事件发生很久以前，全球经济就已经陷于衰退和熊市之中了。恐怖袭击加剧了经济衰退吗？也许吧！但股市却从大幅下跌中恢复过来，并连续几个月始终保持在袭击事件发生以前的水平。注意，在 2001 年秋季，人们对炭疽疫情有极大的恐慌。还记得那个时候的情形吗？但市场在这个时期却毫不犹豫地一路上涨，股价涨到了比 9 月 10 日以前还高的水平。

别忘了从全球的角度思考，研究一下近几年在西方其他国家发生的恐怖袭击事件对股市有怎样的影响，具体参见图 8–7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：汤森路透

图 8–7 不要害怕：股市不会受到影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年 3 月 10 日，基地组织表示对马德里的大规模列车爆炸事件负责。西班牙称这次事件为本国的“9 · 11”，这是一场具有毁灭性的全国性灾难。当天标准普尔 500 指数仅下跌了 1.5%，但 5 个交易日以后就恢复到了袭击之前的水平。2005 年 7 月 7 日，基地组织又在伦敦地铁实施了爆炸行动，当天的标准普尔 500 指数却没有下降。市场对这类的袭击事件没什么反应。

恐怖袭击事件不断发生，而市场往往不会有太大变化，还继续沿着原有趋势发展。未来的袭击是否已经被市场充分定价现在仍然未知，但自“9 · 11”事件以来，任何国家的股市对恐怖主义都没有任何担忧情绪。面对恐怖主义，投资者为何如此无动于衷？这对我们来说是一个新的、恐怖的而又非常真实的威胁，不管我们在哪里居住、工作，要到哪里去，是否采取了措施保护自己和朋友。那么，它真的是一个威胁吗？美国的国土和国家利益之前就遭到过恐怖袭击，例如 2000 年“科尔”号军舰爆炸、1996 年拜尔塔被炸毁、1993 年世贸大厦第一次遭受袭击、1983 年美国在黎巴嫩的海军驻地遭受袭击、泛美航空 103 号航班空难事件等。在美国以外，以色列的整个历史就是遭受恐怖袭击的历史；英国的爱尔兰共和军也是知名的恐怖组织，英国国内的恐怖主义活动似乎从未消停，但英国的股市始终表现不错；“一战”就是由恐怖活动挑起的；还有北非的巴巴利海盗和的黎波里……你明白我的意思。恐怖主义虽然对人类来说有相当大的破坏性，但它不是最近才出现的。我们作为人类有着很强的韧劲，股市也是一样。图 8–8 列出了近代历史上一系列恐怖袭击事件以及股市恢复所需要的时间。

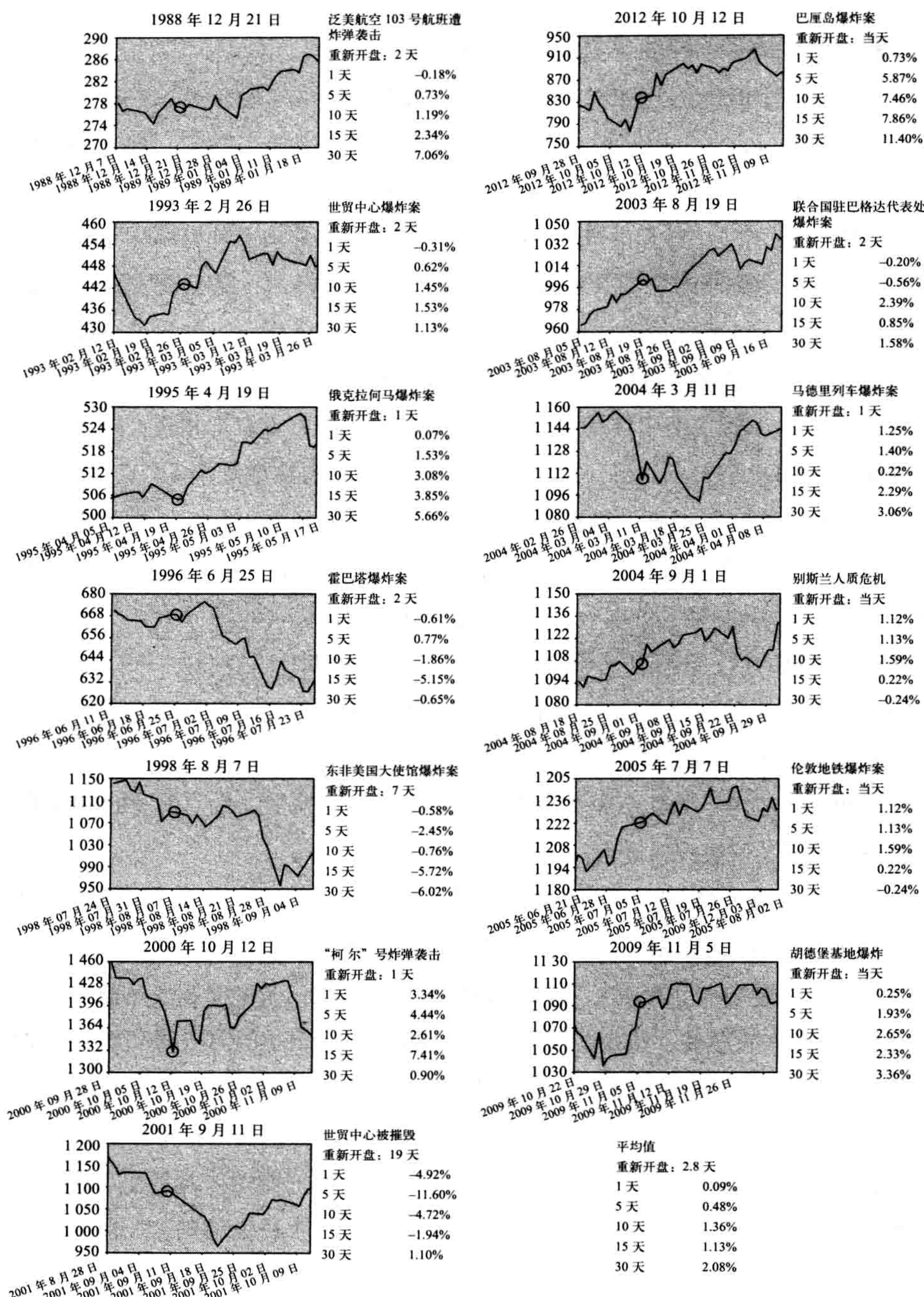
但是现在，一场大规模的恐怖袭击真的会破坏市场秩序吗？首先，问问自己，如果发生了一场恐怖袭击事件，你会不会感到震惊。迟早会有更令你震惊的袭击事件发生——敲敲木头[①]——我们以后还会经历另一场大规模的袭击（自 2011 年以来）。再回到 2001 年 9 月 11 日。没有人能理解为什么 19 个暴徒仅仅携带着小型刀具就可以策划有组织的袭击活动，把飞机和机上乘客当作袭击的对象。那天发生的事至今让人想不通。

今天，要通过大动作造成市场变动没那么容易了，即使是最近发生的最大规模恐怖袭击，对市场造成的直接影响也很有限。

---

① 敲敲木头表示趋吉避凶。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：全球金融数据公司，标准普尔 500 指数价格收益

图 8–8 不要害怕：股市不会受到影响——用历史来验证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果他们摧毁了美国的一个大城市怎么办?

如果恐怖分子摧毁了美国的一个大城市，会有什么后果呢？这当然是非常可怕的。但它对股市会有怎样的影响呢？也许没有你想象中那么严重，而且你的判断有一部分是依据新奥尔良的卡特里娜飓风对股市的影响做出的。

在 2005 年，新奥尔良和佛罗里达海岸的一部分地区都被卡特里娜飓风和丽塔飓风摧毁了。墨西哥湾的炼油设施也瞬间停运。得克萨斯州、路易斯安那州和密西西比州有数十万名平民流离失所，被迫离开家乡。商店都关门歇业了，员工也失去了工作。然而就在卡特里娜袭击路易斯安那州当天，2005 年 8 月 29 日，股市上涨了 0.6%。尽管发生了自然灾害和灾害引发的恐慌，股市却非常平静。2005 年第四季度的 GDP 增长率达到了 2.1%，标准普尔 500 指数增长了 2.1%。虽然增长幅度并没给人们带来惊喜，但也不是很多专家预测的经济末日。从这个角度来想想：2005 年第四季度，美国股市上涨了 2.1%，全球股市上涨了 3.1%。可以说即使受到卡特里娜飓风的影响，美国股市与全球股市的差异也并不大。当然，也许如果没有飓风的话，美国股市涨幅会更大，但谁能证明这一点呢?

GDP 难道不应该因为失业率上升、墨西哥湾地区炼油工作被迫中止而大幅下跌吗？新奥尔良也的确受到了重创。本书第二个问题在这里就很有必要了。我们从相反的角度来思考：为什么在如此大规模的自然灾害发生以后，美国的 GDP 和股市收益依然保持健康呢？老方法，比较规模!

假设在两次飓风袭击以后，路易斯安那州的每位公民都失业了。虽然事实没有这么严重，但我们现在做一个极端的假设。路易斯安那州共有 450 万人口，人均收益只有美国平均水平的 3/4。那么假设路易斯安那的人口数量占美国总人口的 1%。如果受飓风的影响，该州的每一位公民都停止为 GDP 的增长做贡献，GDP 的增长率就会减少 1%。也就是说，如果之前 GDP 的增长率是 4%，现在就变成了 3%，经济发展还算正常。

我并不是说路易斯安那州的人工作不努力，而是想证明飓风对美国总体经济增长的影响非常小，对此你不应该感到奇怪。美国是一个很大的国家，路易斯安那州只是一个很小的州，不会对全国的 GDP 产生太大影响。美国 GDP 只占全球的 23%，因此路易斯安那州的变化对全球经济增长的影响就更小了。这就是简单的比较法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还记得我的祖父吗？

我们可以随时以历史为参考。卡特里娜飓风袭击美国以后，我做的第一件事就是找出历史书和以往的股票走势图，提醒自己曾经有一场自然灾害摧毁了我的家乡。1906 年 4 月 18 日，一场大地震及其引发的火灾将旧金山夷为平地。我的祖父（参见第 5 章）不得不把自己的婚礼推到当年年底。他们和双方的家人与旧金山其他的幸存者一道住在金门公园的临时帐篷里。在几个月的时间里，我的祖父一直为灾害中的伤者免费治疗。

但股市并没有在这场灾难中沦陷。美国股市在当年 4 月份经历了小幅下跌，这在人们的意料之中，而且也可能是由其他原因引起的（这只是猜测，我并不清楚具体原因），但到了 5 月和 6 月开始上涨，那一年也没有出现崩盘的现象。1907 年股市倒是经历了一次大幅下跌，当时纽约的银行业危机导致股市下跌了 49%，一下子跌到了谷底。但对美国来说，1906 年的旧金山比 2005 年的新奥尔良重要得多。1906 年，旧金山的灾难没有导致股市崩盘，这具有很好的历史指导意义，说明人们没有必要担心卡特里娜会对股市有什么危害。另外也没有必要担心如果恐怖分子成功地摧毁了美国城市（老天保佑美国不会遭受这样的劫难），股市会受到什么影响。

你可以用本书的三个问题和上面的方法反驳其他看上去会拖垮股市的事件，例如“非典”、禽流感、埃博拉病毒、汉坦病毒、炭疽病毒、天花等疫情的爆发等。2003 年的“非典”疫情非常严重，引起人们的广泛担忧（现在人们几乎把它遗忘了），同样，2005~2006 年间，人们对禽流感疫情会在人类之间传染的恐惧也是很深的。但这个时期市场表现依然良好。

如果你用本书的三个问题去检验地缘政治事件、自然灾害、健康危机以及其他令人担忧、害怕、认为一定会发生或者在新闻中听到的事件是否必然会造成股市的变动，那你会发现，类似的事件都不能作为预测熊市的依据。

现在你可以利用第三个问题去发现市场可能的发展方向，并弄明白熊市的真实面目（或者它的假象）。你可以建立一个有效的策略，这会让你一生受用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Only Three Questions That Still Count

第9章 制定有指导性的投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持遵循自己的投资策略

第 3 章间接提出过一个观点：要想学会用本书的三个问题规范自己的行为，坚持检验自己的大脑是不是在做出格的事，并试着不受“羞辱者”的羞辱，一个有效的方法就是制定一个全面的策略，用它来指导投资决策。三个问题本身已经很有用了，但一个有效的策略也为思考三个问题、进行市场投资提供了基础和框架，能够帮助你实现目标。

也许你认为自己已经有一个很好的策略了。但实际上，很多投资者经常把“策略”和“方法”这两个概念弄混。例如，一些投资者希望以较低的费用获得很高的收益，因此他们会购买没有手续费的共同基金，并以此作为自己的投资策略。这只是一种理念，而不是策略。如果没有策略的指导，一直坚持这种做法的话，30 年后你会发现自己没有支付过一分钱手续费，但你可能也没得到什么收益。

很多投资者（包括多数专业人士）使用的另一个方法（误以为它是策略）是坚持静态的资产配置方案，也就是在投资组合中，股票、债券和现金的比例适中、固定不变。静态的资产配置对于缺乏自我控制能力的人来说倒是一个不错的控制自身行为的机制，就像让别人给你做饭（如果你自己控制不了饭量）有助于你维持体重一样。但静态的资产配置只会让你在机会到来时无法合理地运用三个问题。

除此之外，投资者还经常使用止损和平均成本法（这两个都是自我控制机制，事实证明也是没有效果的策略，我在附录八中做出了详细阐述）、即买即卖和有保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

护的看涨期权（又是无效的策略，在附录九中有具体说明）以及在这个板块卖空、在另一个板块加倍买入等方法。他们都以为这些策略能发挥作用，却没意识到自己只是在利用普通的方法重复做同样的事。一些还不错，一些就没那么好了。不管怎么说，它们也只是方法。这些看似很专业，但没什么实际效果的方法不能算是策略。

在一个特定时期采用某一个合适的方法（这里的关键词是“合适的”，也就是说不能用止损的办法）是没什么问题的。但策略为投资规划提供了一个蓝图。而且，如果你没有掌握别人不了解的信息，那么使用具体的方法又有什么意义呢？你应该做的是利用三个问题去弄明白别人不知道的事，并超越其他人，而不是在没有策略指导的前提下冒着损失钱财的危险运用投资小把戏。

策略是一种为决策提供指导的计划，它帮助你在快要迷失方向的时候回到正轨。市场变化不是靠直觉判断的，但很多人都在这上面犯错误。通常，正确的事给人的感觉是错误的，而错误的事却似乎是正确的。因此你必须利用三个问题和一个策略来保持大脑清醒。

在开始制定策略之前，我们先来建立一些基本的规则，想想你可以有哪些目标。如果你问别人，他们的投资目标是什么，你会得到各种不同的答案。想一想你自己的目标是什么。你能用一两句话简单概括一下吗？如果你必须用 10 页文字配上图表来描述，你的投资策略可能就不像想象中那样清楚了。策略应该是一目了然的，而且只对你一个人适用。

例如，是否有金融顾问问过你，你的“风险容忍度”达到了什么水平？这个人可能让你填写一份调查问卷来判断你属于哪种类型的投资者。但通常来讲，这种在某个选项前面打钩的调查问卷反映的是你当天的感受。除此之外，他还可能问你对一些很宽泛的概念，例如“成长”、“积极成长型”或者“成长与收入”等的看法。他也有可能要求你在几个不同颜色的饼状图当中选择一个，或者按 1~7、1~10 或者 1~37 的范围计算你认为自己处在哪个位置。

这种方法存在几个问题。首先，经济增长在一个人看来可能是激进的，但对另一个人来说也许是保守的。另外，相同的投资者的感受也可能发生变化。1999 年填写了调查问卷的人认为自己的风险容忍度相当高，追求每年 20%的收益；但同样的人到了 2002 或 2003 年可能会说自己更倾向于避开风险，只想获得不太高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但比较安全的绝对收益。他们的长期目标和需求可能不会发生很大的变化，但他们对市场短期变动的反应就不同了。如果他们依据短期内的感受调整长期的投资策略，就可能因此付出很大的代价，但等他们意识到这个问题的时候，可能已经来不及补救了。

有时候，个人投资者很难明确自我评估或者风险容忍度是由长期目标决定，还是受到了近期舆论的变化、短期内自己经历的事、给你提供建议的人、你认为别人应该怎样回答这些问题等因素的影响。

因此，投资者的反应也会因为他们是否受到配偶或子女的影响而不同。对于一个人来说，过海盗一样的生活、去南太平洋探险，或者独自在家看一部有关海盗的电影，都比与配偶相处要容易得多。

我和迈尔 · 斯塔特曼撰写过一篇《平均方差优化难题：安全性投资组合与食物投资组合》的学术文章，我们证明了一个观点：风险具有多面性，没有人能在每时每刻充分理解它。你的大脑正应对着投资风险，就像应对食物和节食一样。进食者和投资者都想同时获得好几种东西。他们感受到的风险往往与他们没有得到的东西有关。他们从来不去想如果他们没能获得**已经**得到的东西会有什么感受。对于你的大脑来说，同时体会所有的感受非常困难，它只注意到你没有得到的东西，而对你来说，这就是风险。

我不会在这里过多地谈论那篇文章。但我想表达的意思是，投资者不仅想要获得收益，他们还希望不落后于其他人，或者不用承担过多的机会成本。这就是为什么期待获得 10% 年收益的投资者在整个股市上涨了 35% 而自己的收益率只有 20% 时会感到愤怒。对他们来说，这是一种风险。投资者还害怕股市的波动性，也将它视为风险。没错，波动性的确是一种风险。金融学中有大量的理论把波动性描述为风险。但这仅仅是一种风险，只对一部分人起作用。当然，投资者还想了解市场的定价方式，不同的投资者想得到的结果不同，但只要结果与他们的预期不一致，他们就认为存在风险。他们想有良好的名声。这可以代表很多意义，包括品牌效应（有可以吸引人的独特之处）、有安全感、风险较小以及社会地位较高。另一个思考的角度是“吹牛权”，也就是“我成功认购了谷歌的IPO股票，你没有”这种心态。但如果这种优势突然被剥夺了，他们就认为自己暴露在风险中。

这样的话，投资者们就开始犯序列偏好的错误了。很少有人意识到序列偏好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对人们的重要意义，我们把它与饮食进行类比，从两个方面来思考。一是为什么人们在早上吃早餐经常吃的东西，在晚上吃晚餐经常吃的东西——为什么不换一下呢？虽然两种食物的热量相同，但就算没人看着，人们也常常会将它们区分开。二是人们为什么不检验食物的搭配是否合理？为什么不把沙拉酱放到咖啡里，把奶油浇在沙拉或者牛排上面呢？也许味道会更好！你不会尝试这样做，因为它违反了你的序列偏好。如果你在餐馆里当众尝试，那么这次与你一起吃饭的人下一次再也不会跟你出来了，他们会认为你是疯子。

我想说的是，不管到什么时候，你注意到并害怕的风险往往与你没有得到的东西联系在一起。你的大脑几乎无法注意到你已经得到的东西，以及你如果没有得到现有的东西会有怎样的感受。

增长，或者收入，或者两者兼有

你是一个非常独特和有才能的人，对此我深信不疑。但其他人也都很独特。你的独特之处无法用数据表现出来。从统计学的角度讲，自己最独特的特点远远处于正态分布图的最边缘，也就是说，如果你真的很独特，你就是一个不合群的人。大多数人都愿意认为自己有独特之处，但不希望别人把自己视为怪人。因此，如果你是一个长期投资者，你应该与相当多的人有着相似的投资目标。归根结底，投资目标可以分为三个基本类型：

1. 将最终价值最大化
2. 获得现金流
3. 以上两者的结合

将最终价值最大化

如果你的目标是将最终价值最大化，你会努力把自己的养老金赚出来，将股票收益用于现在或者未来消费（例如购置第一套或第二套房产、支付大学学费、购买一艘游艇等），或者将收益转赠其他人或慈善机构，你可能把这个目标看作“增长”。

但“将最终价值最大化”并不一定意味着增加资产总数。你的现金需求也需要得到满足（这是下一个目标）。例如，如果一个人被问到他会用自己的钱来做什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，他一定会说养活自己和家人。这就需要增加资金量。

获得现金流

很多投资者都需要资金来提供“收入”，承担当前或未来的生活费用支出。举一个极端的例子，如果一些人的长辈去世，给他们留下一大笔钱，他们可能会非常开心。他们不知道这些钱是如何用于投资的，也无权干预。就像格特鲁德·斯泰因一样。这种好事值得庆贺一下。

当然，这些继承人并不关心“收入”这个概念，它是被那些靠自己辛勤工作赚钱的人发明出来的。他们只想要稳定、可靠的**现金流**。

现金流是分析这种情况的不错的角度。金融学理论认为，在税率和风险不断变化的真实情况下，我们应该不知道自己更倾向于得到哪种类型的现金流。例如，扣去税费之后，现金是来自股票红利（可能有风险，也可能没有风险）还是资本收益（同样可能有风险，也可能没风险）已经不重要了。与资本收益相比，收入产生的总收益可能更多，也可能更少。我们应该关注的是考虑到税率和风险因素的**总收益**——除此之外，现金流的来源并不重要。

最终价值或者现金流，或者二者皆有——投资目标就这么多了。(但这三类目标下面还分为很多小目标，例如“我想在死后尽可能多地为公益组织留点儿钱”，这就是以公益为目的追求最终价值最大化了。）你能理解吗？例如，一个 50 岁的投资者可能认为自己赚钱的目的是让自己和配偶颐养天年，但他们还想给子女和慈善机构留点儿钱。因此，他们追求最终价值最大化，以尽可能地实现目标，也就是在有能力享受生活的同时还能给孩子们送份礼物。这就是他们的全部想法。大多数长期投资者的目标都可以归结为获得最终价值或者现金流，或者同时拥有两者。

还有保本的问题

另外还有第四种可能存在的目标，即保存本金。实际保本意味着在保留资产实际价值的时候不承担任何风险。根据我的经历，保本作为一个长期目标是很少有人使用的。如果你知道自己拥有的现金远远超出了实际需要，并相信通货膨胀不会削弱你的购买力——也就是说，你不再有其他的需求，只想把干扰因素的影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响降至最低——那你可以尝试一下。但经验告诉我，大多数人都不会把保本作为长期投资目标。

短期的保本可以理解。一些人也许在为6个月以后要交的购房首付款攒钱，那么通过低风险的投资工具保存这笔资金就合情合理了。如果你有类似的短期目标，你也会试图避开波动性较高的股票。但通常来讲，如果你买了本书，你一定不想把现金藏在床垫底下并企图获得长期收益。

保本是与增长完全相反的目标。你经常听到投资者说他们想要，或者听到专业人士说他们可以提供“保本和增长”。听起来不错！谁不想要保存自己的资金**同时**让它增长呢？但它就像一块脱脂牛排一样不切实际，这两个目标是不可能同时实现的。

为什么呢？因为为了获得增长，你必须承担一些波动性风险，你需要承担的风险程度是变化的。保本恰恰**不需要**波动性风险。将两者结合起来意味着你想获得没有风险的收益，这是不可能的。

没有波动性的增长？比你想象中更加危险

投资者现在一定还记得麦道夫的悲惨结局和斯坦福的庞氏骗局。这两位先生以很低的风险获得了很高的收益，而且每年的收益都没有太大差别。不幸的是，他们的客户发现，这种结果不可能出现。

现在，如果你的长期目标是实现增长，而且20年以后你的账户翻了一番，甚至增加了两倍（如果你以某一个股票指数为基准，这个目标并不难实现），那你就在增加资金收入的**同时**保留了最初的投资资本。然而在这20年里，你的账户余额也在随着市场的涨跌而变动。你获得增长的同时也承担了流动性和其他风险。但你有长期的投资规划，最终你仍然能获得很高的收益。如果你的目标只是保本，那么20年以后你拥有的只是原始资本，其他的什么也没有了。

如果某一个从事金融行业的人表示可以给你提供“保本和增长”，不要相信他们的能力或目的，否则只会给自己带来危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切记不要犯错。大多数投资者都想获得一定程度的增长，否则他们就不会接触股票、债券等有风险的产品了，如果你的目标是到任何时候都不会输钱（也就是实际上能保本），那你还不如不买本书，把买书的钱存起来。当然，如果你的目标是避开所有的损失，那么把钱藏在床垫下也不是个好主意，因为通货膨胀迟早会让这些钱变得不值钱。**通胀风险**是寻求保本的投资者的软肋。如果通货膨胀愈演愈烈，你又如何保证在不承担风险的前提下保住资金呢？就算有可能的话，避开所有的风险也是相当困难的。

四个重要的规则

那么，你的目标到底是最终价值、现金流还是两者兼有呢？你又如何实现自己的目标？如果你想确保正确的决策多于错误的决策，你一开始应该怎么做？正如你不需要拥有高等学位或者丰富的经验就可以学会思考本书的三个问题一样，创建一个有效的策略只需要遵循下面 4 个规则就可以了。我们公司就是根据这些规则每天为客户管理资金的：

规则一：选择一个合适的基准。

规则二：分析基准的每一个组成部分，判断各个部分的预期风险和收益。

规则三：用不相关或负相关的证券降低预期收益的风险。

规则四：永远不要忘了自己可能会犯错，所以要遵循前三条规则。

接下来我们具体展开这 4 个规则。

规则一：选择一个合适的基准

你知道，基准对于成功投资来说至关重要。你也知道基准应该是什么样的（结构合理）、不应该是什么样的（以道指为代表的价格权重指数）。同样，你的基准必须**适合你**。它负责调控你可能经历的波动性、你的收益预期，甚至在一定程度上决定了你的投资组合的结果。它是你的路线图，你的标尺。你不应该在短期内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随意更改它，除非有一些很重要的事情发生，改变了你的初衷。总有一些因素会影响你的时间范围，例如你的配偶过世会缩短你的投资规划，或者你又跟一个年轻点儿的人结婚，你投资的时间就会延长。也会有一些事情影响你的投资目标，例如有些事情的发生导致你未来的现金需求发生变化。因此选择一个正确的基准是非常重要的。

你的基准可以完全由股票或者固定收入组成，也可以是二者的结合。选择一个基准取决于 4 个因素，它决定了你是需要完全由股票或者固定收入组成，还是二者结合的基准。“风险容忍度”这种没有任何意义的调查不在我们的考虑范围之内。判断哪个基准适合你的 4 个因素包括：你计划投资的时间范围；你需要多少现金，何时会用到这些现金；你的收益预期；根据自身状况，你对投资组合的其他具体要求。例如，假设你是某大公司的高级管理人员，因此不能持有本公司股票。或者你根本不想拥有所谓的“罪恶股票”（烟草、博彩等公司的股票）。还有可能你有一些非常奇怪但又很强烈的观点，比如你讨厌法国公司，还有那些生产你不喜欢的产品的公司等。

“风险容忍度”是个荒谬的概念

我在刚开始写作本书的时候，一些人对“把‘风险容忍度’这个荒谬的概念扔到窗外去”的观点发起了攻击。他们只进行了非常粗浅的阅读（也就是说，他们没有联系上下文来理解这句话的意思），认为我觉得风险容忍度不重要。他们错了。在我看来，这个概念的确非常重要。事实上，本章（甚至整本书）都是关于风险容忍度的内涵以及它如何决定承担多少风险比较合适、有助于增加投资者实现目标的概率的。

我当时认为（现在也同样认为），一些调查者以为让调查对象在他们的问卷上打打钩就能准确了解他们能容忍的风险程度，这个做法是“荒谬的”。实际上，要想了解在多大的风险下投资者的长期目标更有可能实现，人们需要对投资规划的时间范围、需要的现金量和其他可能影响投资组合策略的因素有更深刻的了解。这就意味着他们需要展开深入调查，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并定期检验时间范围、目标、需求等，确保投资策略依然有效。

我认为，你无法通过一份简单的调查问卷准确地判断其他人的风险容忍度，并据此建立有效的投资策略。

第一个决定因素：时间范围

你选择的投资时间范围可能是自己的一生，也可以更长。除非你恨自己的配偶，否则也应该把对方的一生也算进去，这样你的时间范围就扩大了。如果你很爱自己的孩子，希望给他们留点儿财产，这也可能扩大时间范围。简单地说，时间范围就是你希望自己的资产能持续的时间长度。因此，你选择的时间范围并不是你距离退休或者决定分配财产还有多长时间。有太多的投资者都错误地理解了时间范围这个概念。他们没有利用本书第一和第二个问题去思考它。

过于简单的时间范围

我认为，金融服务行业经常在宣传有关时间范围的错误理念。例如，你可能听过一个说法："用 100（或者 120）减去你的年龄，这就是你应该从事股票投资的时间。"这个结论的前提是：年龄是**唯一**重要的因素。事实上，还有很多其他因素需要考虑。我在《大揭穿》一书中具体阐述了"时间范围"这个概念。

你经常会听到有人说："我快要退休了，所以必须保守一点儿，不能再冒风险了。"但假设你是一位 65 岁的老人，你的太太 60 岁而且很可能活到 90 岁（这很可能实现），那么你的时间范围还有 30 年，占她一辈子的 1/3！如果你的资金大规模撤离了股市，从历史经验来判断，她晚年一定会在贫穷中度过。如果你特别讨厌你的太太，那么让她陷入贫困正合你意。但我想，这一定不是绝大多数投资者的目的。

也许你脑子里已经有了一个特定的离开股市开始吃老本的时间，但这笔钱必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须足够支撑你和家人未来的生活，否则你们就会陷入贫困。未来的这段时间就是你的时间范围。

出于某些原因，你也许想缩短时间范围，也许你是一个 32 岁的年轻人，需要在 3 年内付清全部购房款。但在大多数时候，投资者往往把时间范围定得比较短。我的父母 90 多岁时身体依然很健康，所以对我来说设定较长的时间范围并不难。人们都是在晚年更需要钱，因为他们需要的很多福利并不包含在医疗保险中。

股票还是债券？ 896%的问题

如果你的时间范围超过了 20 年，而且如果你正在读本书，那么一个完全由股票构成的基准很适合你。但这不是绝对的，因为你必须考虑到自己对现金的需求和其他因素。不过从长期来看，股票是收益最高的流动资产种类，在绝大多数情况下，其收益都在债券之上。从 1926 年到 2010 年年底的这段时间可以被划分为 66 个 20 年，其中有 64 个时间段股票的收益都远远超出了债券，概率高达 97%。如果投资者以 20 年为期限投资股票，他们获得的平均收益将达到 896%，而债券只有 245%。在债券收益超过了股票的两个时期，债券的平均收益率为 262%，股票为 243%，二者之比是 1.1 ： 1。这个比例不算大，而且这两个时期股票收益率仍然为正。历史证明，把赌注下在股票上总能获得相当好的收益。

从更长的时间范围来看，两者的差距就更大了。例如以 30 年为期限，股票的平均收益率达到了 2 473%，债券为 532%，二者之比达到了 4.6 ： 1。在这个时间范围内，债券收益从来都没有超过股票。

你可能以为我在为股票敲边鼓。我的确热衷于股票投资，因为它的长期收益非常好，我也相信其他投资者选择的基准中股票的比例低于正常水平。然而，股票收益也有不好的时候（例如在熊市中），这时候通过将股票转化为现金来避开股市的大跌是一个很好的方法。但它不是一种策略。

第二个决定因素：现金流

在讨论过时间范围之后，我们接下来要思考对现金的需求。并不是说“如果你需要 3%的现金流，你就应该把基准的 X%分配给固定收入；如果你需要 4%，那么固定收入的比例就应该为 Y%”，没那么简单。你必须兼顾其他目标，以及长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期资产保值的可能性。

换句话说，假设两个人的时间范围相同，投资组合的规模相似，现金流占投资组合的比例也一致，他们仍有可能需要非常不同的基准，仅仅因为他们是不同的人，有着不同的长期目标。

对于需要4%的现金流的人来说，完全由股票组成的基准应该是合适的，前提是他更加关注投资组合是否会增值。另一些人也许更关注现金流本身，他们不想为后代留下任何遗产，只需要投资组合的收益满足自己的现金需求。对他们来说，增加固定收入在基准中的比重会比较合适。

然而，即使基准由股票和固定收入共同构成，比如60%的股票和40%的固定收入，或者70%的股票和30%的固定收入等，有时候为了临时采取防御性措施，你仍然需要把现金的比例提高到100%，而不应该轻易地相信混合的基准在这个时候具有安全性。你的基准为你提供了路线图，但并不意味着你从始至终都要以它为准。在大规模的熊市中，如果你仍然固执地坚持固定的资产配置方案，那你一定会受到损失，有时候你需要变通一点儿。

内生收益

投资者在退休或者将近退休的时候会感到恐慌，并认为应该把毕生的积蓄投到债券和高收益股票中，他们也许认为自己需要债券或股票的收益来获得收入。他们相信如果在基准中留出一大部分给固定收入，就可以不再去管理投资，让投资组合产生的固定收益给自己养老。就像前文讲到的一样，这个想法混淆了**收入**和**现金流**这两个概念。

我们来用本书第一个问题破解这个迷思（它的确是一个迷思）。由债券和高收益股票组成的投资组合一定会为退休以后创造收益吗？也许吧！你可能拥有1 000万美元的资产，只想每年获得5万美元的收益。你也可能不需要通过资产的增加来抵御通货膨胀期间收入的贬值。也许对你来说，如果你的资产由于重新投资的风险较高或者高收益股票的价值大幅降低而严重缩水也没关系。

但我相信读本书的大多数人都无法承受自己的资产缩水。如果你在2001年能购买一种收益率为6%的债券，而到了2011年却只能购买一种风险不高、收益率只有1.5%的投资产品怎么办？如果一只收益率高达8%的股票价格下跌了40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？这家公司一定会选择削减红利，这是一个理性的做法。市场价值降低，而在这么一点儿价值中能享受的份额也在减少，这一定不是你想看到的结果。另外，通货膨胀又会产生什么结果呢？

债券和股票的组合永远不是你的投资组合能获得稳定收益的"保险"方法。但你又能通过什么途径获得现金呢？如果你选择了一个完全由股票构成的基准，而你又需要现金，那你一定不会通过卖掉股票来获得现金，对吗？

为什么不呢？还有什么别的方法吗？我利用本书第二个问题得出了一个方法，保证自己从投资组合中获得现金的同时也能维持收益的增长。我称之为**内生收益**。

假设你的投资组合价值 100 万美元，你每年从中取出 4 万美元，相当于每个月 3 333 美元。你必须保证投资组合中的现金始终为这个数字的两倍，这样你才不需要每个月都手忙脚乱地卖掉好几只股票。接下来你可以好好思考一下何时应该卖掉哪只股票。你可以把正在下跌的股票卖掉，抵消你将来可能得到的收益。你还可以降低某一些股票的比重。也许在你的投资组合中总有几只收益不菲的股票能帮你增加现金流，但前提是你得了解哪些股票会给你带来这样的收益。获得内生收益是一种税费较低的方法，可以帮助你合理地分配资金，在投资中尽可能获得高收益。

第三个决定因素：收益预期

要想选择一个合适的基准，第三个决定因素是收益预期。假设你今年 50 岁，打算在 5 年以后退休，需要每年有 50 万美元的现金来维持现有的生活方式，同时你的投资组合总价值为 200 万美元，那你会面临惨痛的教训。你的预期收益实在是太高了。除非你天真地以为 1 000 万美元的投资在未来能给你带来意外之财，实际上你应该做好每年只能得到 8 万美元的准备，或者继续努力工作。现在你该想想怎样向你的另一半解释这个结果了。

假设有一位投资者叫简，她在退休以后能获得稳定的收入来源（也许是养老金，或者出租房屋的收入）。她不需要这笔资产获得增值，而是打算将它留给孩子们，但并不关心能否得到最大化的最终价值，反而会对市场的变化多端感到担忧。

对她来说，一个完全由股票组成的基准许比较合适，但也可能不是。你需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进一步了解她，现在先别急着做决定。

为什么呢？因为简的时间范围比较长，而且不需要更多的收入。我想知道她是如何看待流动性问题的，以及她认为流动性会给自己带来什么影响。我还想更深入地了解她的目标。到底是什么因素让她感到不安呢？对于不同的投资者来说，让他们感到不安的因素也不一样。我之前说过，几乎没有任何投资者能对未来的风险进行准确定位。如果你仅仅依据**现在的**感受制定长期的战略而忽略了所有其他因素，那你就犯了一个大错误。简在3个月、9个月或者几年以后会不会有不同的感受呢？20年以后，她会不会因为曾经避免在股市大笔投资导致投资组合的规模缩小而追悔莫及呢？你必须考虑这些可能对基准造成影响的因素。

第四个决定因素：个人癖好

大多数投资者都有相似的目标，这并不意味着他们没有自己的特点。这与“不喜欢”外国投资、医疗股、科技股、新兴市场等无关，因为这些更能体现一个人的固执，而不是独特性。它的内涵是一个人会从个人信仰、偏好或者对自己来说有特殊意义的条件出发，对某一家公司或一个行业有强烈的情感。如果你建立了一个能够反映你独特偏好的基准，这也是可以接受的。

你也许永远也不想购买法国公司的股票，或者生产豆腐、烟草等产品的公司的股票。也许你在一家上市公司上班，因而无法持有本公司的股票——或者其他类似的原因。你完全可以把这些公司排除在外，建立一个适合自己的基准。你的这些原因都是合理的，在选择基准时必须予以考虑。

由于所有类型的股票都能获得相似的长期收益，一个规模非常大的基准产生的变化所造成的不同收益也不值得你花心思。你也许还会对自己的行为感到很满意，这样你就会继续下去。没有哪个曾经有过很糟糕的投资历史的投资者现在能正确地管理投资组合，因为他们在建立个性化的投资标准中掺杂了太多的个人情感。

不管是有什么原因，你的感觉一定非常强烈，以至于你的基准完全不包含你讨厌的股票或者板块。但如果你对所有的板块都有这种感觉，那你要小心了，因为这个结果很可能是由风险规避和后见之明偏误导致的，而不是你的癖好。很多投资者觉得自己在2002年科技股崩盘以后对科技板块严重不信任了，这是一个认知性错误，而不是个人特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上所述，决定你实现长期目标应该承担的风险量的因素包括：时间范围、收入需求、收益预期以及极端的个人癖好。简也许认为自己现在倾向于避开风险，那么她在 1999 年是否认为自己较多地承担了风险，在科技板块投资过多了呢？也许她的思维已经改变了，这要取决于股市在近期的表现如何。凭感觉来建立长期的投资战略是很危险的，因为感觉经常会发生变化。而往往不易改变（至少在没有发生大事的时候不经常变化）的是你的资产必须支撑多久，以及你将得到多少现金流。当然，如果你现在从道义上无法接受烟草公司的股票，未来也不会接受它，这一点不会改变。

我并不是说如果你遭到损失，或者损失更加严重，是因为你选择了一个完全由股票组成的基准。我的意思是说，造成痛苦的可能还有其他原因。在长期坚持一个基准之前，先好好了解它。

盲目跟风——改变还是不变

你必须认真选择基准，因为一旦选定了，它会在很长时间内给你提供指导，甚至可能是你以后唯一的基准。草率地改变基准会带来可怕的后果。从本质上讲，对基准的改变就是“盲目跟风”。如果一个人把自己的基准从 1999 年的纳斯达克指数改变为 2005 年的罗素 2000 价值指数，你会发现他只是把最热门的东西作为自己的基准，这就是盲目跟风。这些人忘了计算交易税费，而扣除这些成本以后，他们是相对落后的。他们参考了在过去曾经有效，而不是在未来会发生作用的基准，因而落后于市场。

你现在知道，所有结构合理的基准在很长时期以后的收益水平是接近的。如果你急于改变基准，先静下心来检讨自己，思考本书第三个问题。这个想法可能直接由避开悔意和积累骄傲的错误导致，也许序列偏好和过度自信也起到了一些作用。不要这么快就动手。如果你的基准改变了，你有可能是在盲目地追求热门指数，最终导致收益下降，并给自己造成伤害。

但有且只有两种例外情况：第一种情况是，一些事情的发生完全改变了你投资的最初目的和时间范围。例如，一位身体较弱、家族寿命普遍比较短的 75 岁老人有一位身体健康、家族其他人都很长寿的 70 岁夫人，而他的夫人突然死于一场车祸，两个人没有子嗣，也不向任何慈善组织捐款，那么这位老人的时间范围就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突然缩短了。这时候他就有充分的理由改变自己的基准。如果过了几年他娶了一个比较年轻、身体更加健康的人，那么时间范围又延长了，这时候也可以再改变基准。在这里，发生变化的是对现金的需求。也许过了几年，你会发现自己对投资组合能产生的现金的需求量变大了，或者变小了。不管怎样，你都需要重新检查你的基准。

第二种情况与生活中的重大变故无关。如果未来一个新创立的基准和你现有的基准反映的内容相同，但前者的结构更为合理，那你可以换上新的基准，这完全是一个技巧问题。举个例子：MSCI世界指数是一个范围很广的有效基准，但它没有反映新兴市场的情况，而只局限于发达国家。从MSCI的基础上创建的ACWI指数结构与MSCI相同，但范围更广，因此更能有效地反映全世界的情况。

你应该使用其中一个而放弃另一个吗？对我来说，这没有太大区别，但我更倾向于不要改变原有的基准——很难判断其中一个是否明显比另一个更优越。如果你目前使用的是MSCI世界指数，那么等到ACWI指数时间更长、新兴市场连续几年业绩不佳以后再更改基准才比较合适。

这就像选择南部路线还是北部路线从东海岸到西海岸穿越美国一样。每条路线都不错，都能让你顺利到达终点。但如果出现了一个新的世界指数，它远远好于现在的指数，更能反映全球股市的情况，那你就可以放弃原有基准并开始使用新的基准。我想让你们明白的是，要改变基准，必须有非常合理的原因。

规则二：分析基准的每一个组成部分，判断各个部分的预期风险和收益

管理投资组合的第二个规则有助于你理解投资组合的所有内容、每一部分的比例和有效时间。根据第4章的内容，你的基准应由不同的部分组成，尤其是当你选择了覆盖面很广的基准时。纳斯达克指数显而易见，那你认为科技股今年业绩如何？除非你想体验大起大落，否则你不应该选择纳斯达克指数作为基准。

不管你选择了怎样的基准，它都会为你建立投资组合提供指导。如果你的基准有60%的美国股，那你的投资组合中就必须有60%是美国公司的股票——除非你发现了别人不知道的信息。如果你的基准中有10%的能源股，在不知道内部信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息的前提下，你应该把投资组合的10%分给能源股。(但如果你掌握了内部信息，你可以购买5%或20%的能源股——你有理由这样做。) 如果没有内部信息的话，你就应该努力与基准保持一致；但如果你认为自己知道了其他人不知道的事，你就应该比基准表现得更好。当然，你知道的内部信息越多，你获得更高收益的概率就越大，与基准的差别也就更大。(如果你忘了如何判断投资组合中有哪几部分，请回到第4章。)

你现在感到紧张，害怕自己做得不对吗？不要有这样的想法。如果你的投资本金不到20万美元，你也许会以购买基金为主。有很多种类的指数基金都能满足你的需求。例如，如果你选择了标准普尔500指数作为基准，那你的投资组合中有很大一部分都是标准普尔500指数基金。你的基准是MSCI世界指数或者ACWI指数吗？那么登录www.msci.com找出美国股市在全球股市中的比重吧（始终在50%上下浮动)。假设你用一半的资金购买了标准普尔500指数的基金，并用另一半购买了MSCI EAFE指数基金。你想跑赢市场吗？基金种类非常有限，因此如果你购买基金，选择范围就变小了，跑赢市场也会变得更加困难。这就是为什么一个范围较广、组成部分较多的基准能给你更多的打败市场的机会。你可以依据本书的三个问题在美国和外国股市同时投资，也可以放弃购买个人股票，而选择利用其他的交易所交易基金在不同的行业上下注，因为要是你的投资组合规模比较小，那么购买个人股票相对不容易操作。

如果你比较富有，你可以也应该购买个人股票。你的钱越多，用于购买标的股票的比例也应该越高，因为与共同基金、交易所交易基金或其他类型的投资产品相比，在大量购买的前提下，股票的成本相对最低。购买股票的好处是，它不仅价格低，持有它也不花费任何成本。但不管你购买的是交易所交易基金还是个人股票，现在应该开始关注个人领域和分领域。所有的信息都在指数网站的主页上有所显示。例如，你的基准的组成部分和每个部分的权重应该与表9-1类似。我们在表中列出了截至2011年9月30日，板块与国家和地区在MSCI世界指数中的权重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9–1 MSCI世界指数权重——板块与国家和地区

板块	权重
能源	10.9%
材料	7.3%
工业品	10.7%
非必需消费品	10.4%
必需消费品	11.1%
医疗	10.5%
金融	18.1%
信息技术	12.2%
通信服务	4.6%
公共事业	4.2%
国家和地区	权重
奥地利	0.1%
澳大利亚	3.7%
比利时	0.4%
加拿大	5.2%
瑞士	3.8%
德国	3.4%
丹麦	0.4%
西班牙	1.5%
芬兰	0.4%
法国	4.0%
希腊	0.1%
中国香港	1.2%
爱尔兰	0.1%
意大利	1.0%
以色列	0.3%
日本	10.1%
荷兰	1.1%
挪威	0.4%
新西兰	0.1%
葡萄牙	0.1%
瑞典	1.3%
新加坡	0.8%
英国	9.7%
美国	50.9%

资料来源：汤森路透，截至 2011 年 9 月 30 日的数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应该定期检查自己的基准，确保它不出什么问题。不要等投资组合或者基准的某些部分出现变化后才被迫采取措施保持它们的平衡，当然也不要在小问题上过于紧张。如果某一个板块或者国家和地区没有出现重大变化，或者你没有突然发现一些别人不知道的信息，那么每年对投资组合和基准检查一两次就可以了，这样你犯错误的概率和费用成本就会降低。过于频繁地交易是过度自信的结果（你以为自己有投资的依据，但事实上却没有）。

在明确投资组合的组成部分以后，接下来你要确定预期的风险和收益。假设你使用的是ACWI指数（它由45个国家的数据组成，包括美国），那么根据这个指数，今年哪个国家表现会非常好、哪个国家较差呢？先利用本书的三个问题判断自己是否了解一些别人不知道的信息，这会让你更加偏爱某一个国家或地区。

对于板块来说也是一样，通过本书的三个问题看看自己了解的哪些经济、政治和投资者情绪因素让你感觉某一个板块比另一个更好。

你的目标应该是在尽可能控制基准风险的同时提高投资决策的准确性。将自己的自信程度（但不是过度自信）与投资数额联系起来。**如果你的决策正确**，大量增加或减少某个板块的权重可以带来丰厚的收益——但也可能出现相反的结果。

如果科技股在你的基准中占20%，而且你非常非常确定这个板块将出现大涨，你也许应该将它的份额提高到40%。但这个比例就太大了，你可能永远也不想冒这个险，因为你不得不缩小其他一个或几个板块的比例。如果你判断正确，你得到的回报就会非常高——但仅限于这一次。而如果你判断失误，科技股反而大跌，你同时也减少了对一个涨势良好的领域的投资，而且这一部分钱也用在了科技股上，那你遭受的将是双重损失。你做好了接受这个结果的准备了吗？将你的基准作为约束条件，看看自己在投资方面的信心有多少。

如果你没有发现别人不知道的信息，同时又无法对某一个国家或板块做出预测，那该怎么办？这时你应该保持中立，确保自己的正确决策多于错误决策。

规则三：用不相关或负相关的证券降低预期收益的风险

大多数投资者，甚至是新手都知道，增加多样性有助于降低风险。还记得那些可怜的安然员工吗？他们的401（k）计划全部或大部分都在本公司。增加投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的多样性可以避免投资带来的巨大损失。公司破产的原因有很多，股票崩盘的原因就更多了。公司的CEO也许没什么错，只是与气势汹汹的竞争者相比，竞争力低了一些而已。即使一家公司健康运行，它的股票也会没有预兆地下跌——没人能找到合理的原因。所以，你不应该让一只股票在你的投资组合中占过多的份额。

我的父亲一生都在倡导集中式投资组合，沃伦·巴菲特也一直积极地推行集中式投资组合。但我在这里告诉你，使用集中式投资组合的唯一前提是你绝对相信自己掌握其他人不知道的信息，而且清楚自己没有过度自信。如果你不知道任何其他人不知道的信息，那么使用集中式投资组合就是过度自信的表现，就会增加风险。一个总的指导原则是，永远不要将一只股票的比重提高到5%以上。

将一只股票的比重控制在5%以下并不仅限于一个账户。如果你同时拥有401（k）计划、罗斯个人退休账户和税收经纪账户，那么这几个账户中某一只股票的总和不应该超过所有账户总价值的5%。

5%规则

在《大揭穿》一书中，我对5%规则展开了详细论述。如果你购买了上市公司的股票，那么5%规则就会发挥作用。但很多非常富有的公司创立者或者CEO都将自己的资产集中到一只股票上——他们自己创建、拥有和管理的公司。这种通过自己的努力致富的方法相当诱人，但也非常坎坷。

你应该听过这样的说法："你必须用复合式投资组合来获得财富，用多样化的投资组合来守护这些财富。"那些仅凭一两只股票就能致富的人一定非常幸运。没错，就算你只持有一只股票，你也可能经历非常令人激动的大涨。但同时你也会经历大跌，让你输得一无所有。记住，那些因为幸运而获得成功的人很可能积累骄傲，认为自己非常聪明。（我在这里并不是说你持有的一只股票属于自己成立或者管理的公司。比尔·盖茨等富豪就是通过这种方法致富的。他们创建了一家公司，然后靠自己的公司赚了很多钱，仅此而已。我说的是你将自己的钱都投到一只你无法控制的股票上的情况。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多样化的魔力

由于没有任何一种投资产品能永远做到最好（你用本书第一个问题就能得到这个结论），多样化投资有助于分散国家、板块和公司的风险。

尽管风险的种类有很多，但标准的金融学理论将风险定义为一种利用收益的**标准差**或**变量**来衡量的波动性。大多数投资者认为，股市在上涨期间会保持平稳，而在下跌的时候波动性就很大。实际上，股市的波动性是一把“双刃剑”，它无时无刻不在。你应该思考的问题是：这个板块相对于其他的来说，波动性是不是更高或更低？多样化降低了整个投资组合的波动性，从而降低了风险。现代投资组合分析显示，即使是随机的组合，其相对于将所有资金投到一个板块中，波动性也是比较低的。

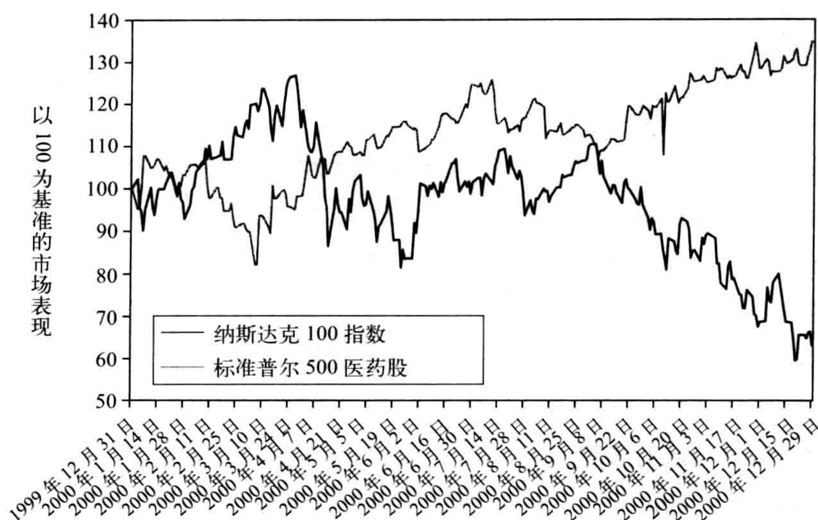
你需要确保你的投资组合在不同情况下有不同的表现。只要选择一个范围较广的基准，并一直坚持它就可以了。在你的基准中，每个国家或者板块的变化都有自己的特点，它们之间的差别也许很小，也许很大，但总是有差别的。如果你遵循第三个规则，始终确保投资组合中的板块和国家无关联或呈负相关，就算你怀疑它们不会成为最有价值的股票，投资组合的整体波动性仍然会降低。

科技和医疗板块就是个很好的例子：这两个板块在短期内经常呈负相关，一个上涨的同时另一个会下跌。从图 9–1 中你就能看出，二者在 2000 年的收益率曲线几乎呈轴对称。

第三条规则（将不相同的因素混合在一起），就是关于管理收益风险的。标准差是一种衡量风险的工具，根据它可以判断出，在当时的时间范围内科技股的比例是 3.5%、医疗股的比例是 2.5%。但如果你把所有资产平均到两个板块（这样做是错误的，但为了说明问题，我们现在先这样假设），你的标准差和波动性风险为 2.0%。可见，持有两只完全不同、在这段时间呈负相关的股票降低了风险。

接下来，也许你通过思考本书的三个问题，强烈地认为一个板块的业绩会超过另一个。如果这样的话，你可以增加其中一个的比重，而降低另一个的比重。第二条规则可以给你提供帮助，保证自己将基准中的所有部分都囊括在投资组合中，从而增加投资组合的多样性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：汤森路透

图 9–1 医药板块与科技板块

在投资组合中加入呈负相关的两个板块就像为自己的错误决策购买保险。它不仅适用于两个板块呈负相关的情况。金融学理论非常明确地规定：将不相同的因素放在一起，不管它们是毫无关联性、关联性较低还是呈负相关性，都会在一定时间以后增加收益，并降低风险。（你可以从不同的类别中选择两只、4只或者6只股票，选择一个很长的时间范围，用第一个问题来检验这个结论。）

规则四：永远不要忘了自己可能会犯错，所以要始终遵循前三条规则

第四条规则，也是最重要的一个规则，就是控制你的行为。它能确保你坚持思考本书的三个问题，永远都不懈怠。没有这个规则，你就容易掉入认知性错误的陷阱中。规则四强迫你积累悔意和回避骄傲。有了它，你还能避免过度自信。当你逐渐背离了前三条规则，开始依靠从众心理或者旧观念，而不是本书的三个问题做决定时，规则四能让你回到正轨上来。每次做决策的时候，不管你有多自信，总是有可能犯错误的，一旦你接受了这个事实，你在某一次投资中失败的概率就降低了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则四迫使你利用基准来约束自己的行为，它就像拴狗的绳子一样。绳子太短，你的小狗就不能惹什么麻烦了；而把绳子变长，小狗可以跑去花园里刨土或者去街上追赶一只野猫，但也有可能被马路上的汽车撞倒。

例如，假设你确信科技股今年会有很好的业绩。科技股在你的基准中占 15% 的份额，但把它增加到 20% 甚至 25% 后仍然不满意。你**知道**科技股一定会一路飙升。你的信心诱使你卖掉手中所有的医疗股，把钱投到科技股上，因为你知道，医疗股向来业绩不佳，而科技股现在非常热门。在更改投资组合之前，先问问自己："如果我弄错了怎么办？"你准备好接受犯错的后果了吗？

核心策略与应对策略

第四条规则是我采用核心策略和应对策略来管理资产的主要原因。核心策略就是我根据自己掌握的别人不知道的信息做出的市场投资行为，也就是让某个板块在基准中的比例超出正常水平。举个例子，如果我确信美国股市将超过其他国家的股市、科技股会领先于医疗股、非必需消费品的收益会超过必需消费品，我就会相应地更改业绩好的国家或板块在基准中的权重，这就是我的核心策略。

接下来我又规划了应对策略，它涉及我预计表现不会很好的板块。我这样做的原因是事先考虑到自己可能会出错，而事实又证明我错得非常离谱。在整个职业生涯中，我凭借好运气做过很多正确的决策，但我仍然清楚自己可能会犯错误，而且未来肯定还会错很多次。每一个应对策略代表一个我认为在核心策略上损失惨重时会表现出色的板块。如果我对科技股的判断是错误的，那么医疗板块的收益很可能超过它。或者，美国或其他国家的股市总有一个会走在前面，我不想错过任何一个机会。我经常问自己："如果因为一些不可预见的原因，我认为会上涨的板块实际上跌得厉害，那么哪个板块会有不错的表现呢？"我也想从收益较高的板块中分一杯羹。但大多数投资者都不会从这个角度去思考。

拥有一个应对策略意味着你始终会持有"下跌"或"拖后腿"的股票。如果最后的结果真如你所预料的那样，那么应对策略中的股票就**应该**呈下跌状态。这不见得是件坏事。这些股票至少可以帮助你在判断错误的时候不至于输得太惨。这是一种管理风险的行为，是值得鼓励的。我对自己的工作感到满意的一点是，如果因为我的判断失误，导致自己遭受损失，但至少这些损失不会很严重。我通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常不会赔得太多，原因就在于我建立了应对策略。

下面我再以科技股和医疗股为例，说明一下核心策略和应对策略的应用方法。假设在你的基准中，除了科技和医疗以外，其他所有板块的比重都是相等的。你第一次听说投资的三个重要问题，于是你最开始只关注医疗板块。你认为自己发现了一些别人都没发现的信息，所以在你眼里医疗板块会成为一个大热门。也许你发现每一位国会议员上周末都在家里急得团团转（这个可能性很大），而同时你知道他们将在周二针对一条有关医药的法规进行投票。他们希望迅速得到这种新型的缓释药物，所以会做出一些违背自己意愿的事，比如放松政府管制。因此，你认定食品药物管理局（FDA）将对大批效果非常好的药品开绿灯。（我说过，这些都是假设。）其他人都想不到这个层面，他们都认为犯了头痛病的议员们为了不被人看成是笨蛋而看跌股市行情。你比他们都清楚实际状况！（你已经看到了他们愚蠢的一面。）

从你独特的视角来判断，你决定增加医疗股在投资组合中的比重。你非常自信，但没有过度自信，所以你决定把医疗股的份额从基准中的10%提高到15%，也就是增加了50%，这就是你的核心策略。

你的资产总量应该为100%，而不是105%，除非你使用的是边际收益计算法，所以现在你必须减少其他板块的份额。那么应该减少哪一个呢？假设科技板块在基准中的份额为12%。如果医药股的业绩非常差，那么12%的科技股可以缓解遭受的损失，这就是一个应对策略。但如果你非常确定医药板块会大涨，你就愿意为此将科技股份额减少5%（从12%降到7%），增大这一次的赌注，将应对策略的比例尽可能降至最低。但应对策略仍然有7%的比重，只不过与其他板块减少5%相比，这个分量已经比较少了。

再从本书的三个问题的角度思考这个问题。假设你从较低的科技板块市盈率判断出大多数人都认为科技股的价值被低估了，同时你还发现美元最近都比较强势（仍然是假设），其他人相信该趋势将持续下去，并由此判断美国股市会继续上涨。大家肯定记得20世纪90年代美国股市在全球领跑的情形，以及科技板块的繁荣。

但你也知道，低市盈率并不一定意味着低风险和高收益。你也知道，上一年美元走高并不意味着今年将继续走高。你还知道，美元的强势不能保证美国股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会跑赢其他国家的股市。你发现全球各国的科技板块都在上涨，并因此判断你不需要完整的应对策略，所以你将科技股在基准中的份额减少了 5%，变成了 7%。

你仍然拥有一个应对策略来帮助你弥补核心策略完全失效的损失。如果你对医疗板块的判断是正确的，那你对科技板块的判断也许（不绝对）也不会出错，这样你就在有上涨潜力的板块中增加了投资，而在可能下跌的板块中的参与度就下降了。通过制定正确的核心策略和应对策略，你可以跑赢市场（在这个案例中，你跑赢市场的方法就是加大赌注，并尽可能减少应对策略）。

你还可以采取一些更为极端的方法，例如把医疗股的比重从 10%增加到 22%，同时将科技股的比重从 12%降到 0，这样一来，如果你的判断是正确的，你赚得就更多了。但你没有这样做，而是保留了 7%的科技股。

再假设你有关议员的一切判断都是错的，他们最终只允许阿司匹林上市，而禁售所有其他药物。没有人事先想到会出现这个结果，因此医疗板块急速下跌，投资者把钱转投到了“更加有利可图”的板块，比如科技板块上。这样看来，你之前对这两个板块的判断都错了，一方面减少了对热门板块的投资，另一方面对一个表现很差的板块的投入增加了不少。太糟糕了！你相对于基准已经落后了。但还好落后的幅度不算大，因为你没有完全放弃对热门板块的投资，也没有把所有钱都投到医疗板块中。

在某一年里落后于基准几个百分点永远不会太糟，例如你的投资组合收获了 16%~17%，而基准上涨了 20%。毕竟，在投资这项活动中，某一年的收益较差不会有太大的影响。如果你连续几年都比基准低一点，以后总有机会补回来（这里的关键词是“低一点”）。在余下的投资生涯中，你的正确决策会多于错误决策。

如果某一年你的核心策略的正确概率比较高，那你就会与基准持平，或者超过它。曾经有几次股市上涨的时候，我的大多数核心策略都错了，但由于我的总决策是正确的，即把钱投在股票上，而不是选择现金或者债券，我相对于基准的落后幅度并不算大，至少以后还可以追回来。为什么呢？因为我从来不会定太高的收益目标，如果我到头来亏了太多，我会感到不舒服。应对策略就是用来防止你在决策错误的时候免于遭受太大损失的。

历史上只有一次我可以接受大幅超过基准，也就是可以承担大量的基准风险的时候，我当时判断股市大跌是最可能出现的情况。如果判断股市将大跌，我就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会争取大幅打败基准，以避开熊市的重创。这一举动在很多人看来是非常冒险的，承担了相当大的基准风险，因此必须予以重视。但从长时期来看，如果你经常性地小幅超过基准，并在熊市中偶尔获得大量收益，你就把市场这个“巨大的羞辱者”远远甩在了后面。只有在股市大跌的时候，我才愿意承担大量的基准风险。

最后！如何选择一只只涨不跌的股票

这个标题是放在这儿愚弄你的。被骗到了吧！我不知道如何选择一只只涨不跌的股票。很多人声称他们能做到，但实际上也不能。我从来没见过有人能找到一只这样的股票。你选择股票时有且只应有两个目标：第一，找到能够代表整个板块的特点的股票；第二，找到你认为很有可能远远超过该板块中其他股票的股票。注意，我没有说“找到将出现最大涨幅的股票”，我说的是“很有可能超过该板块中其他股票”。你的目标应该是在尽量接触到一种板块的所有特点的同时，加上“很有可能”这一项，因为有一些股票会明显落后于本板块中的其他股票。

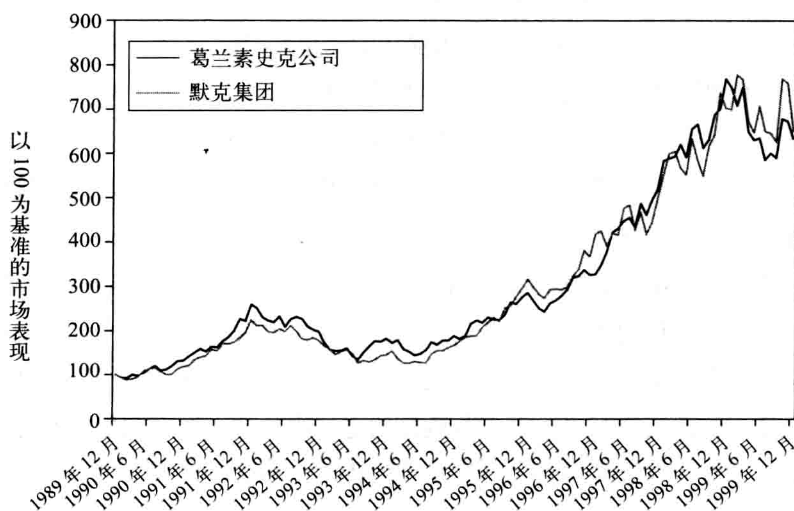
股票的选择是非常重要的，但令人惊奇的是，一段时间以后，它对投资组合的影响非常小。你也许会认为这个结论令人无法接受，是胡言乱语。也许你买本书的初衷是学会选择股票的方法，而我却用上百页的内容来讲其他不相关的内容，就是没有说如何选择股票。这里有几个原因：首先，股票的选择实际上根本没有人们想象中那么重要。大量的学术研究报告和学术界统一观点显示，收益的产生在很大程度上是由资产配置，而不是股票的选择推动的。资产配置就是在某一年持有股票、债券、现金或者其他资产类型的决策。学者们在“很大程度”到底有多大的问题上模棱两可。个别研究显示，收益的90%以上来自资产配置；另一些人却认为没有这么多。我不会随便下结论，“很大程度”这个说法就已经比较明确了。

我们公司认为，长期收益的70%来自资产配置（持有股票、债券或者现金），20%来自分项资产配置（即有关购买何种股票或债券的决策），以及是否增持或减持外国股或本国股、价值型股票或成长型股票、某一个规模或板块的股票等（或者与基准持平）。金融界几乎没有人会反对股票选择本身也能为投资组合带来一部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分收益，但这是第二位或者第三位的因素。

从这个角度来考虑：在 20 世纪 90 年代末期，如果你用掷飞镖的方法选择 30 只成长型大盘股，你也有可能选中几只非常不错的股票。当时你选择默克集团还是葛兰素史克公司的股票不会有太大区别，二者都是医药公司的成长型大盘股，业绩几乎一致。投资者花了很长时间，绞尽脑汁地分析这两家公司的存货量、收益、资产负债表和 90 天移动均线，但收益甚微。这两家公司在 20 世纪 90 年代的表现非常相近，默克集团上涨了 552%，葛兰素史克公司上涨了 534%。你如何能够利用本书的三个问题来判断一些有关这两家公司的别人不知道的信息呢？如果把医疗板块作为一个整体来分析，会不会更容易一些？或者从大盘股、成长型股票、美国股票等角度进行研究？如果你采用了上面的方法，你可能最终会决定同时持有两家公司的股票，这是一个非常好的结果（详见图 9–2）。



资料来源：汤森路透

图 9–2　板块相同，业绩相似

再回头看看 2000~2002 年间的情况。当时最好的策略就是采取防御性措施，增加手中现金和债券的持有量。如果你无法做到这一点，那就可以选择购买价值型小盘股，也能获得不错的收益。但如果你选择的股票都不是价值型小盘股，那你的损失可就大了。因此决定收益的因素是有关是否持有股票或者持有何种类型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的决策，而不是股票的选择。

不要误会我的意思，股票的选择也是很重要的。选择正确的股票必然会带来较高的价值，否则不管你打算用多少钱来投资，我都会推荐你去购买指数基金或者交易所交易基金。你只是不需要选择一只永远保持领先的股票而已。你要做的就是保证自己的准确率过半，其他的工作就交给基准来完成吧。

你想把大多数投资时间用在什么方面呢？是用在决定 70%甚至 90%的收益的决策上，还是用在只与 10%的收益有关的决策上？

快点儿告诉我如何选择股票！

好吧，我已经告诉过你们一次了，就是在我的第一本书《超级强势股》中。现在我再讲这个问题，方法与那时候不会一样了。这并不是说当时的方法很糟糕，相反，那时还比较与时俱进。可以这样想，我现在的做法与 25 年前一定不同——如果相同的话，我会感到非常难堪。我非常希望自己能知道 10 年以后会出现什么情况，这样我就会完善现在的做法。对于当今时代，变化是永恒的主题，我的目标就是开发出新事物，不断做出改变。那么应该如何做呢？

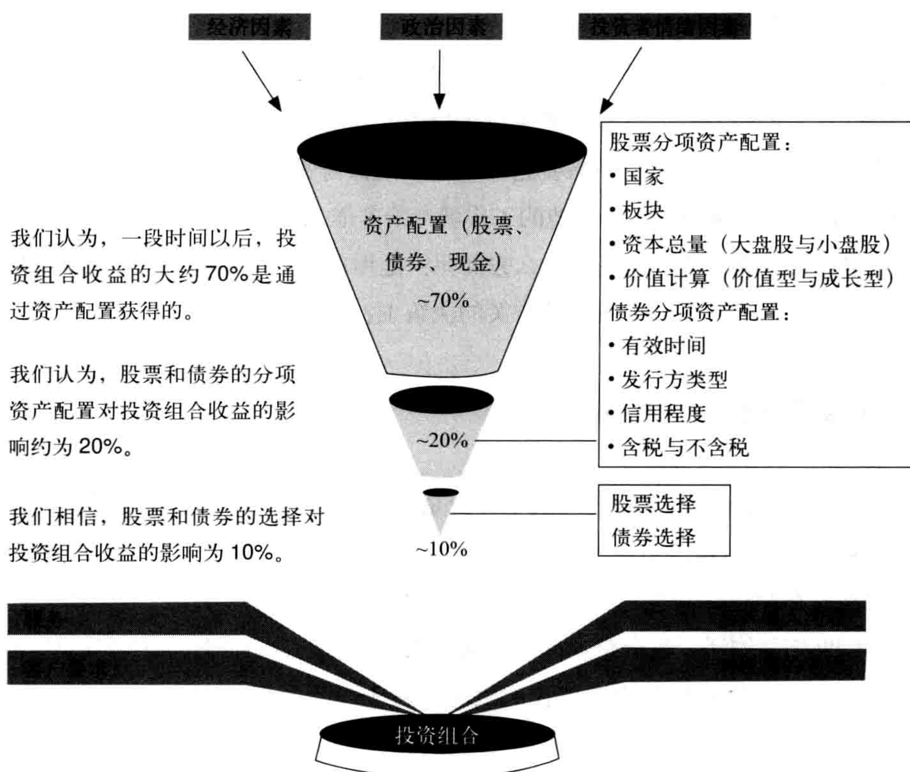
下面我将给出具体解释。这是一个做排除法的过程。

把建立投资组合的过程想象成一个漏斗形状，如图 9–3 所示。你把世界上的所有证券产品倒入这个漏斗中，包括股票、债券、现金以及其他所有类型。最终落到底部的证券产品是经过了层层筛选的。

接下来，利用本书的三个问题分析经济、政治和投资者情绪这三个驱动因素，来判断市场最有可能出现怎样的情况。如果经过分析，你认为市场最可能出现的结果是大幅上涨、小幅上涨或者小幅下跌，那么下面的工作就容易了：你可以根据基准的要求尽量多购买股票（不管是 100%、70%还是 60%）。全世界的股票通过筛选后进入了下一层。

现在你进入了分项资产配置区。再次利用本书的三个问题判断在你的基准中每个国家和板块的相对权重。在这里，你需要根据核心策略和应对策略来筛选股票，找出你想增持或者减持的股票。在中间的这个区域，你需要决定投资组合中每个部分的权重，而不是一只具体股票的名称，别忘了运用前面讲到的规划。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注：未来产生收益的原因是一种假设，仅作为参考，不作预测未来收益或判断收益原因之用。

图 9–3　投资组合漏斗式分析法

项工作完成以后，你手中会有一份简短的国家和板块的名单，以及每个国家和板块比较合适的分量。根据分项资产配置的结果，剩余的股票会继续走到下一层，这时你才能选择具体的股票。

每次只考虑一个板块，这样选择股票就非常容易和清楚了。你现在只需要从剩下的几个板块中选择，而不必要把全世界所有的股票都看一遍。你现在不是从10 000多只股票中努力选出业绩较好的若干只，而是从每个板块的15~20只股票中选出3~4只最理想的。

假设经过前面一系列的筛选，你需要一定数量的美国价值型工业小盘股。你想找出这个板块中业绩最佳的股票，也就是与板块的整体平均水平一致，或者业绩超出其他股票的股票。因此，你需要的股票在价格上要比同一板块中的其他股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票低。更重要的是，如果这些股票有一些特别能吸引投资者的因素，也有利于增加收益。我指的不是你在《华尔街日报》的头版就能读到的内容，而是你通过本书的三个问题能自己发现的信息。

在《福布斯》杂志中的选择

在这里简单说明一下，我通常不会在《福布斯》杂志上透露我们公司会为客户建立怎样的投资组合。我对自己的投资策略并不保密，只不过不想让客户和我自己犯罪而已。

如果公司客户持有的股票正是我在《福布斯》杂志上提到的，他们就会被指责进行了**抢先交易**，我也会被认为为了获得佣金而帮助客户这样做。原理如下：我为自己的客户购买一些股票，然后在《福布斯》上强烈推荐这几只股票，劝导读者们也去购买，将这些股票的价格推高，然后我再把客户的股票卖出，从中获得利润。

这是一种犯罪行为，是内部交易的一种形式，也是很严重的罪行。我向来排斥违法行为，我甚至将“不得有违法行为”作为自己一生的信念。为了避免触及法律模棱两可的部分，保证自己不做错事，我在杂志上写的都是在我看来非常有前景，但不一定会为客户选择的股票。原因在于（前面已经提到过），股票的选择只是获得收益的一小部分原因，我可以为杂志读者和公司客户选择两套完全不同的股票，同时保证两方面都能获得收益。世界上还有相当多的股票，足够我在读者和客户之间划清界限，不至于使两者纠缠不清。我会时不时地向读者说明这个问题。

举个例子，在2005年年初，我预测美国价值型工业小盘股会持续上涨。当时我在《福布斯》杂志上提到的一只股票是福斯公司（FLS）。该公司为化学、石油和食品加工行业生产特殊液体（例如腐蚀性液体）使用的泵和阀门。似乎非常有利可图，对吧？有谁不为此动心呢？应该如何计算一家在生产泵和阀门方面无人能及的公司的资本有多少呢？你往往要在整个板块中精挑细选，才能找到这类的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么要选择福斯公司呢？为什么不是肯纳公司或者其他业绩不错的美国价值型工业小盘股呢？其他的股票都没什么问题，但当时我掌握了一些有关福斯公司的其他人都不知道的信息。在2005年年初，投资者对该公司财务方面的“违规行为”仍然非常敏感。2004年年底，福斯公司新任命了一位财务总监，这个决策让人十分费解。几天以后，这位新上任的财务官员宣布辞职，那之后再过几天，他又放弃了辞职的决定。接下来的事情你已经知道了，福斯公司推迟了第三季度财务报表的发布。这个情况似乎有些令人不安，股票也因此产生了波动。如果你是一位基础投资者，这家公司也许会把你吓跑，因为它的资产负债表不太出彩，同时它的股价达到了追踪盈余的26倍，看上去并不便宜。

从这些因素来看，这只股票应该不受投资者欢迎。每个人都知道，公司较差的财务状况和“过高的”股价加在一起说明股票不会带来什么收益。但事实上，这只股票是很便宜的。该公司发行的股票总量占公司年度总收入的60%。如果公司的边际收益上升到制造企业的平均水平，那么这只股票有潜力带来高收益。任何有关福斯公司的利好消息都意味着它的股票将令人意外地上涨。这只股票的价格不是为好消息而定的，它已经为坏消息的出现和进一步下跌做好了准备。因此，任何利好消息都将带动它的上涨，而且在整个表现都不错的板块中，它的表现也相应地令人满意——这就是我的目标。

通过对本书第三个问题的思考，我明确了自己没有犯过度自信或其他的认知性错误。我问自己：“如果我的判断失误了怎么办？我需要假设这只股票最终没能上涨吗？”如果我真的会出错，那么现在应该期待它与同板块的股票表现一致，或者没那么好。由于我认定该板块的整体业绩会很好，我想我也不会对福斯股票的下跌过于失望。

注意：我没有飞到福斯公司位于得克萨斯的总部，混在员工的队伍中偷着收集信息。我从未见过公司的CEO，我也没有在公司的高层管理人员中间安插间谍来获取内部信息。我仅仅参考了公开的数据而已，这些信息你也可以轻松获得。接下来我采取了针对个人股票的老方法。我问自己：“其他人都在担心什么？”然后抛开这个问题不去考虑，而继续问自己：“我能从这些公开的信息中发现什么秘密？会有哪些不寻常的事情发生，从而导致股票突然上涨或下跌？这种事情发生的可能性有多大？”最后，我会对自己的大脑说：“好吧，我知道你不喜欢我，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不喜欢你。”因为我发现这个预设的受偏见束缚的大脑会导致自己做出错误的投资决定。好了，到此为止，选择一只只涨不跌的股票的方法就这么多。开玩笑的，事实上，我认为这些就是能帮助你在很大程度上选择比同板块股票业绩更好的股票的方法。

如果你读了《福布斯》杂志，并在我的建议下购买了福斯公司的股票，那你一定会非常开心。2005 年，该股票的收益率达到了 44%，而全球同行业涨幅仅为 12%，标准普尔指数涨幅为 5%，全球股市涨幅为 9%。福斯是一只非常具有代表性的股票，它的表现超过了同一板块中的其他股票。那么它是美国工业小盘股中表现最好的一只吗？不是。你应该也听说过 JLG 公司（JLG Industries, Inc.）或者久益环球公司（Joy Global, Inc.），这两只股票的收益率分别达到了 133%和 109%。在前面那个漏斗形的筛选过程中，这两只股票也能一路走到最底部，甚至超过福斯公司，成为你最终的选择（或者你可能干脆决定同时持有这 3 只股票）。但促使你选择这几只股票的原因有哪些？你必须能看到其他人看不到的事，而相对于在全世界股市的汪洋大海中进行选择来说，在漏斗底部的有限范围里挑选要容易多了。一开始选好正确的方向有助于增加你选择福斯、JLG 和久益环球等收益非常不错的股票的概率。如果你花费大量时间浏览网站和财经频道，研究德国的价值型公共事业小盘股，而不首先思考自己今年内是不是想购买股票，或者想购买哪种类型的股票，你就是在浪费自己的时间和精力。

每次选择股票类型的时候，你都要重新使用一次漏斗筛选法，这样才能在一个板块中选出最有代表性的股票。要记住，你一定做不到每次都选出收益最高的股票，现在就要接受这个事实。你的投资组合中总有那么三五只股票最后变得非常不值钱。即使世界上最优秀的投资经理也无法找到只涨不跌的股票。

如果你在分项资产配置方面的决策是正确的，你选择了正确的股票规模、板块、国家等，最终却选择了一家业绩不佳、有财务丑闻、卷入了政治混战而最终结果还不如同类公司的公司的股票，这种情况有可能出现吗？当然了。

我在前面讲过，你应该增加投资组合的多样性。如果能源股在你的投资组合中占 10%的份额，你应该在这个领域挑选 3 只、5 只甚至 7 只不同的股票。如果某一只股票业绩不佳（这种情况很可能发生），你也不至于受到太大的损失（参见规则四）。你希望自己选择的这 3 只、5 只或者 7 只股票能很好地代表能源股的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，同时收益能超过同类的其他股票。我选择福斯公司并不是因为我预测到它能上涨这么多，而是因为在我非常看好的一个板块中，它具有很好的代表性，也有超过其他同类股票的潜力。如果你和我一样想，那你的投资组合中有一些股票（例如福斯公司的股票）将会大涨。

把主要精力放在增加股票的多样性上，并不意味着让你放弃选择股票。你没有放弃。增加多样性的目的是防止你把所有资金都投在一只股票上，结果发现自己的选择非常糟糕，也就是说你选择的股票跌得厉害，而它所代表的板块整体上涨，你没有得到实惠。实际上，我希望我的投资组合能够代表每一个板块的整体特征。如果在选择股票的过程中没有使用漏斗形筛选法，大多数投资者都会在刚刚尝到胜利的甜头时就经历惨败。不能接受这个做法的人往往是以自我为中心、做事不够理性的人。

我们再思考一下在一个小范围的领域或板块中选择股票的问题。假设你使用MSCI指数作为基准，但你想持有新兴市场国家的股票。你不想承担太大的基准风险（而持有**不在**基准中的股票总会给你带来风险），但你打算购买5%左右的新兴市场股票。你这个赌注完全是有规划的、在控制范围之内的（对你来说是件好事）。你想多买几只股票，但这对你增加新兴市场股票的多样性来说没什么作用，因为这个范围太大了，那么你想选择哪只股票呢？津巴布韦的，还是智利的？而如果你购买相当多种股票来增加它们的代表性，那交易成本就太高了。在这种情况下，你可能会选择一个低成本的交易所交易基金。如果你的资金实力雄厚的话，我不会建议你购买基金（基金的收益跟个人股票相比要差一些），但在某些特殊情况下，基金也是比较好的选择。你真的知道一些别人不知道的信息，让你有理由购买津巴布韦而不是智利的股票吗？

你应该何时卖出股票？

选择合适的股票只是成功的一半。你如何才能知道什么时候卖出最合适呢？最容易想到的答案就是，你是否认为未来一年最有可能出现的市场行情是大幅下跌。如果真的出现了这种情况，那么卖掉股票是明智的——但这种情况极少出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么在一场真正的熊市中，你怎样才能知道什么时候该抛出股票、逃离股市？

答案是：你思考了本书的三个问题之后，发现一些基本的条件发生了改变，导致你持有股票的原因也不再是从前的了。例如，在长时间趋于平行以后，收益率曲线突然上升，这时候你也许会减持成长型股票，增加对价值型股票的投资。

如果你认为具有弹性需求的公司（科技行业、非必需消费品公司）业绩将超过不具有弹性需求的公司（医疗行业、必需消费品公司），你可以考虑调整投资组合的构成，比如增加一些股票的份额。或者你认为有一些其他的政治、经济和投资者情绪因素对某一个行业产生了影响。例如，你知道议会将通过更多的财务限制规定，你且只有你发现这将对金融领域造成危害。也有可能在高息股坚持上涨很长时间以后，每个人都对公共事业股票有极大的热情，你知道这个时候应该减持公共事业股，增加无息股的持有量。提醒你一下，这不能说明你卖掉的股票没有前途，只是在思考了本书的三个问题以后，你认为它们无法满足你的需求而已——你现在需要的是能够体现资产配置和分项资产配置决策的股票。

锁定收益

如果某一只股票涨得非常高怎么办？你会卖掉它来“锁定收益”吗？我从来都不明白人们说的“锁定收益”是什么意思。我想经常这样说的那些人从来没有认真考虑过这个说法。怎样做才叫“锁定收益”？你不会将你在某一只股票的上涨中得到的收益锁在一个箱子里。你会用它们进行重新投资（你会这样做的，对吗？），而你用“锁定”了的“收益”购买的股票也不一定会只涨不跌。你下一次购买的股票可能会下跌，导致你以为已经被“锁定”的收益全部消失。因此，不存在“锁定收益”这个说法。

不要以“锁定收益”为目标卖掉股票。如果你想卖掉股票，那你的想法应该是脱离某个行业，减持某一种类型的股票，或者在你看来这只股票已经无法代表整个板块的特点了。

如果一只股票大幅上涨，这不意味着它不会继续上涨。一只股票涨个不停的案例比比皆是。记住，每一只股票延续之前的趋势或者向相反方向发展的概率各占 50%。如果导致某一只股票上涨的基本条件不变，你就不要随便放弃它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何时卖出股票？

如果一只股票大幅下跌怎么办？你难道不应该赶紧将它脱手，付清相应的税费，心甘情愿地接受损失，然后再去选择其他的股票吗？也许是，也许不是。

首先，你要弄清楚，这只股票大跌的原因是什么。是因为整个市场都在经历回落，它只是受到了市场的影响吗？如果是这样，将它迅速脱手似乎不是一个理性的选择。你应该考虑的是相对收益，而不是绝对收益（一般情况下是这样）。股票下跌难道是因为它代表的板块都在下跌吗？也许是因为该领域正经历回落，或者它已经不再受投资者欢迎了。它的下跌是由于这只股票在你的应对策略中吗？也许它只是在履行应对策略中股票的职责，但这也不是一个将它卖掉的充分理由。（把注意力集中在某一只股票或者某一个板块，而不是整个投资组合的表现上，这是序列偏好的结果，这是你用本书第三个问题就能纠正的认知性错误。）股票下跌是不是由于出现了一个非常不利的消息？例如公司CEO用投资者的钱举办了一场相当奢侈的宴会等。

事实上，在坏消息传出来之前，市场应该就已经做出反应了，你很可能来不及避开市场的下跌。你可以选择在股票达到绝对低点时卖掉它，拿着剩下的钱再去做其他投资，但这样你就犯了“买高卖低”的错误。而且你购买的其他股票也不一定会只涨不跌，也可能出现下跌的情况，这样你就犯了两次错误。记住，股票延续之前的趋势或者逆向而行的概率是相同的，各为50%。

不要在股票大跌的时候本能地卖掉它。你应该像当初购买这只股票的时候一样看看这家公司的情况。不要再去想公司股票大涨的时候，它已经过去了，你对此无能为力。你要找的是别人没有看到的地方。公司有能力从“坏消息”的影响中恢复过来吗？它的运行情况是不是健康的？

此外，你还要考虑传出来的坏消息是不是正确的或可靠的。不要过于相信它，因为通常记者们急于第一个抢到新闻，而不一定能保证报道的内容是完全正确的。通常来讲，最先传出来的新闻不是夸大事实的就是错误的。记者们可能都不了解他们报道的公司的背景。事实上，他们很有可能什么都不知道！为了获得石破天惊的效果，记者们经常会歪曲或者夸大普通的事件。也许对公司核心业务没什么影响的小差错也能成为热点新闻。或者记者只听到某一位员工发泄对公司的不满，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而没有去验证他说的是不是真的。或者由于不了解公司的核心业务，他们在报道时漏掉了一些非常关键的内容。这种事情太多了！记者报道出来的内容经常是完全错误的。

如果传出了负面新闻的公司仍然能运行良好，它的股票很可能再次上涨，你可以再等一段时间，等到股票价格更高的时候再卖掉它。除此之外，如果投资者对于一只价格猛跌的股票没有什么反应，那么任何利好消息，不管多么不起眼，都能推动股价上涨。

还有很多其他的情况。例如，你也许非常冷静，不会因为别人卖掉了某一只股票就跟风（对你来说是件好事），通过理性地分析事实，你找出了股票突然下跌的原因。或者不利的新闻实际上表示丹麦的一家公司出现了严重的问题，即使管理层的大调整也起不到作用，公司的核心业务已经崩溃了。在这些情况下，尽管股价已经跌到了低点，你仍然应该卖掉股票，大声咒骂几句发发牢骚，清楚自己是无能为力的。这就是为什么你要增加投资组合的多样性，在一只股票上的投资不要多于你愿意承受的损失的量。

如果你感到沮丧，不妨从下面这个角度想一想。如果你的投资组合结构非常合理，说明每一只股票的比重都只有几个百分点。如果第二天某一只股票传出不利新闻，导致它的价格下跌了一半，你可能就会损失1%的资产。如果你学会了比较思考（你应该永远保持这个习惯），你就可以摆脱序列偏好的影响，把注意力放在整个投资组合，而不是某一只已经崩盘的小规模股票上。你现在的损失是1%。通常来讲，很少会有股票在瞬间失去所有的价值。也许一只个人股票一次下跌10%~20%，那它对整个投资组合的影响就非常小了。在一个结构合理的投资组合中，即使一只股票下跌的幅度很大，产生的影响也很有限。不要有压力，学会积累悔意，吸取这次失败的教训，为下次的选择提供借鉴。如果外部条件没有发生实质性的变化，你就不要急于卖掉股票——但要保持警惕，好在出现重大变化时迅速做出反应。

下面我举两个例子，是我们公司针对两只相似的股票做出的截然不同的选择。我们公司卖掉了其中一只，保留了另一只。

2004年10月14日，时任纽约州大法官的艾利奥特·斯皮策（当时他还没有成为州长，也没有陷入丑闻）判定AIG（美国国际集团）当时的CEO汉克·格林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯格有罪。（斯皮策好像与格林伯格一家人有仇似的，我记得格林伯格家族的所有男性成员都被斯皮策认定有罪。）

与此同时，格林伯格的一个儿子杰夫，正管理着另一家大规模的公共保险公司——威达信集团（以下简称MMC，拥有普特南公司旗下的所有共同基金，斯皮策在前一年也对这家公司发起了攻击）。斯皮策声称MMC在保险合同上有操纵投标的违法行为，并认定包括AIG在内的其他几家保险公司是共犯。之后不久，斯皮策又公开指责AIG和汉克 · 格林伯格参与MMC的违法事件。在这期间，由于不断受到斯皮策的指责，MMC的董事会强迫杰夫 · 格林伯格离开了公司。接下来，AIG的董事会也把汉克 · 格林伯格辞掉了。最后，针对AIG的指控被撤销，MMC的问题也解决了。

同时，斯皮策和汉克 · 格林伯格都在媒体上公开了这件事，格林伯格的几个朋友也被卷入其中，包括高盛前CEO约翰 · 怀特海德。斯皮策也许在身体上和工作上都对怀特海德进行了威胁，但也许没有——这取决于你相信哪个版本的说法。

市场不喜欢出人意料的事，尤其是与纽约州大法官有关的事。2004 年 10 月 14 日，也就是在这件事公开以后，AIG和MMC的股票立即开始下跌，跌幅分别达到了 10%和 24%。作为投资者，我们应该怎么办呢？

提前避开股票下跌几乎是不可能的。没有人事先知道斯皮策会做出这样的决定，除非你利用非法手段提前得知他的工作安排。市场出现了这样的状况时，你首先应该思考本书第三个问题。股价的突然下跌往往会引发投资者风险规避的行为。在股票大跌以后卖出有时候是明智的，但有时候也是非常愚蠢的——你只有在这段时期过后才能明白抛售是明智的还是愚蠢的，不管是市场还是《纽约时报》都无法给你合理的提示。

当时我是看涨金融领域的，尤其是保险行业。两只股票本身都没什么问题，它们也能代表本行业的特点。它们都符合我建立投资组合的需求，因此只有当公司出现了非常严重的问题时，我才会考虑卖掉它们。我和汉克 · 格林伯格见过几次面。虽然他有时候像我一样不太讨人喜欢，但他在很长时间内都是一位非常出色的CEO。我甚至无法相信他会做什么错事，因为根本没这个必要。（基本规则是：最有能力的人都不需要也不会破坏规则。）但从另一个角度来讲，他已经 80 岁了，所以继续发挥才能的时间也不会很长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我仍然不能理解斯皮策为什么在2005年不声不响地给格林伯格安上了罪名（判决结果是在感恩节前后宣布的，那时发布的新闻通常不会受到关注。如果你不希望一条新闻引起人们的注意，你可以在节日期间发布，这样看到它的人就少得多了）。我知道，每个人都知道，AIG是一家规模非常大的公司，有着多样化的产品线。我能理解AIG为什么会受到如此的指责，但我认为它不会对集团的长期健康发展产生影响，毕竟这也不是什么严重的罪行。如果事实证明，公司业务的确出现了问题，的确如斯皮策所说有操控投标的情况发生，AIG可以轻松地保护整个集团不受这件事的影响，比如解雇当事人，并取消（所谓的）罪行涉及的业务。我找不出集团其他业务可能受到影响的原因。而且尽管当时有传言称格林伯格即将下台，而AIG走到现在都依靠他的领导，但他已经80岁了，一个老人的离职也不会造成太大损失。另外，他离职会让市场满意，同时降低AIG股票的热度。最后，由于投资者对AIG的情绪普遍悲观，很多坏消息已经成了市场定价的标准，所以我知道，任何好消息，不管影响力多么小，都会导致股票出人意料地上涨。因此，我倾向于持有AIG的股票。

但MMC的情况就完全不同了。它被指责在主营业务与核心竞争力方面有欺骗行为，这个问题似乎更加严重。为了应对这个指控，MMC需要寻找类似的案例。它很有可能经历一次战略重组，裁掉一部分高层管理人员，并在几个月或者几年之内处于混乱状态。然而这些还是小事。

MMC新聘任的CEO迈克尔·切尔卡斯基为人不错，他此前是Kroll（克罗尔公司）的CEO。Kroll是一家主营安全业务的公司，MMC在前一年将它收购了。切尔卡斯基被选为MMC的CEO，并不是因为他有丰富的工作经验和在保险行业的成功经验，他也不是管理一家大型保险公司的最佳人选。这些他都不具备。真正的原因在于他此前曾担任检察官，与埃利奥特·斯皮策共过事，因此MMC认为他与斯皮策会合得来。在我看来，这个想法完全是错误的。在来到MMC之前，切尔卡斯基是Kroll公司的CEO——这个公司规模很小，甚至比我们公司还小。有一点我很确定：凭我的能力，我还无法胜任MMC这么大规模公司的CEO。换句话说，如果切尔卡斯基能当上MMC的CEO，那我也完全可以，因为虽然我不从事保险行业，但我至少从事了金融服务业，而切尔卡斯基与这两个行业完全不沾边儿，也没有过担任大公司CEO的经历，因此他根本没有能力管理MMC广泛而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多样化的业务。我知道，如果连我都没有这个能力，他就更没有了。因此，我们公司决定承担巨大的损失，卖掉MMC的股票。

我相信一开始很多人都会对我的行为感到吃惊。为什么卖掉一只股票，而留下了另一只呢？难道这两只股票有什么不同吗？斯皮策明明把矛头指向了两家公司，难道不应该把这两只股票都抛掉，再去买其他能赚钱的股票吗？理论上似乎应该这样做，但我们都知道，你购买的下一只股票可能与这两只一样糟糕。永远不要因为股票开始下跌就卖掉它。只有当一些基本条件发生了改变，导致你持有股票的参考标准发生了变化，你才可以卖掉这只股票。回想一下前面的漏斗形筛选法，从上到下思考一遍你卖掉股票的理由。最根本的原因应该是你判断出市场将出现大幅下跌的情况，因此打算大规模撤离股市，或者从成长型股票转向价值型股票、从小盘股转向大盘股等。你对一个板块的预期发生变化，因此决定增持或减持这个板块的股票。也许这只股票大涨，导致它在你的投资组合中的份额远远超出了2%或3%，使投资组合出现了危险的偏重。也许你某一天醒来发现公司出现了一些违法行为，而恢复过程将十分漫长，或者不太可能回到正常的样子。

2005年2月，斯皮策正式对AIG做出指控，该股票再次大跌——跌幅达到31%，到4月份达到了相对低点。2004年10月以来任何条件都没发生改变，除了对斯皮策下一步行动的担忧，所以我决定继续持有AIG股。由于有了新的更宏伟的投资目标，我们公司最终在2006年1月卖掉了AIG，当时它已经从2005年的低点涨了42%，与2004年10月14日它刚刚开始不受欢迎的时候相比收获了19%的净利润。我不能保证在2004年10月14日购买其他股票到2006年也能获得19%的收益，而在此期间，AIG的表现几乎与标准普尔500指数持平。在卖掉AIG的同时，我们发现MMC下跌了3%以上，远远落后于同类型的其他股票。在AIG出现危机时，我没有陷入恐慌，也没有卖掉它，为此我对自己感到很满意。（现在看来这次回顾有着别样的意义。AIG后来又陷入了一次危机，并在2008年达到低谷。很多人都认为，如果格林伯格继续掌管AIG，而不是某一位政客为了讨好某一些人而将他赶走，AIG本可以躲过这场危机。）

记住，你的目标不是选择大涨的股票。你不是股票收藏家。那些人都是受序列偏好和过度自信困扰的，他们只关注涨势良好的股票，而不会看整个投资组合的表现如何，更缺乏管理风险的能力。你的目标绝对不应该是选择下一个热门股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票然后向伙伴们炫耀。你应该尽可能超过你选择的基准。你需要的股票应该与基准相似，这就是投资活动的主要内容。

此外，你还需要一个指导性的策略来规范自己的行为，同时还要不断地思考本书的三个问题。如果你的大脑倾向于向“羞辱者”投降，那么能够保住本金或者持有几种货币市场基金就已经是不错的成绩了。但我希望你有更高的目标，制定一个策略来约束自己的投资行为。我期待你为推动资本市场技巧的开发做出贡献，迅速完善学习曲线。我也希望你能好好地掌握本书的三个问题，坚持思考它们。最后，不要对“羞辱者”心慈手软，要让它输得一塌糊涂！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了说再见的时候了

最后，请允许我讲一讲个人的经历，解释一下写作本书的初衷。如果你对我写作本书有什么抱怨，你可以归咎于美国林业部。我小的时候，对森林有着强烈的热爱。那时候我们全家住在郊区，屋后不远处就是森林。我经常翻过后院的栅栏，跑到一片生机勃勃的橡树林中去。只要花 20 分钟，我就能爬到国王山的山顶，从 2 000 英尺的高处俯瞰红杉林。在那个地方，我生活了 30 多年。但由于我还是一个孩子，我始终把自己视为一个护林人，在这片树林里工作和生活。出于对森林的热爱，我最后去了林业学校。

我曾经用一个夏天的时间给林业部的一位负责调研工作的人员当助理，那次的经历让我下定决心，以后不管出现什么情况，都不会在政府工作。甚至到了今天，林业工作在某种程度上也与政府有关联。那年夏天的工作让我感受到政府工作有多么压抑，因此我知道自己无论如何也不会当公务员。同理，我也不想当一名职业政客，因为这与政府也脱离不了关系。这个想法至少能让我保持自己的良知。我希望自己能从事一份更有意义的职业，但不知道做什么好，所以我转到了经济学专业，这至少是我擅长的。

森林对我来说仍然具有吸引力，尤其是红杉林。事实上，全世界唯一在学术界享有重要地位的树种就是我钟爱的红杉，而且我的名字在这个领域也很有影响力，为此我感到很骄傲。我甚至培养了一些与红杉有关的兴趣活动，并且一直在坚持，包括寻找和挖掘了 30 多个 1920 年以前的红杉伐木场遗址，以及收集和整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理红杉木艺术品等。我还建立了自认为是迄今为止世界上规模最大、不隶属于任何机构的森林历史图书馆，共收藏了 3 000 多本图书。即使这样，你仍然不能劝服我在政府中任职。作为兴趣没问题，但真正的工作与兴趣还是要划清界限的。

资本市场也是我的一个兴趣，但它同时也是我的工作。我希望本书讲的三个问题能让你受用，同时也期待你会喜欢本书，认为自己能从中获取一些知识。我刚开始为《福布斯》杂志写专栏文章的时候，时任主编、美国新闻界泰斗吉姆·迈克尔斯告诉我，专栏通常有三个主要特征：娱乐性、教育性和营利性。这些都是不错的目标，但不管多有趣，与市场有关的工作都是很繁重的，这一点你从本书中的大量数据和分析中就可以看出来。本书的三个问题提供了一种工具，可以帮助你掌握必要的知识。但你自己也必须付出努力，没有人会替你做你该做的事。

与对政府工作的厌烦形成对比的是我对自由市场和资本主义的热爱。到了毕业的时候，我对这两者已经非常着迷了，所以毕业以后，我开始为我的父亲打工。我从他那里把所有能学到的知识都学到手，并在那个时候意识到我无法成为一名合格的雇员，所以我开始自立门户。当时我太年轻，还不知道自己资历尚浅，难以靠自己的力量取得成就——所以我成功了。40 年之后的今天，在与“羞辱者”经历了无数次的交锋之后，我仍然在从事这个职业，没有改变。为什么我在这么长的时间内忍受“羞辱者”的羞辱？为什么到了退休的年纪，我仍然在坚持工作、为枯燥的事情操心，而不把宝贵的时间贡献给红杉林和我的家人呢？为什么过去几十年我始终在《福布斯》杂志上撰写专栏，忍受公众对我观点的反驳和攻击呢？我到底为什么要做这些事？

变革主义

因为通过现在的工作，我一直有机会寻找新鲜事物，从事新的工作。到我这个年纪，最重要的就是能接触新事物。我在第 5 章和第 9 章都提到了我的祖父。他于 1958 年去世，在他活着的时候，世界发生了很多惊人的变化，包括汽车、无线广播、电影、抗生素、飞机等事物的出现，他目睹了这一切。他甚至有机会坐在房间里通过电视机观看总统的现场讲话——就这么近。如果 1880 年他 5 岁时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向自己的祖父描述他在1958年之前将看到的东西，艾萨克·费雪——我的高祖父一定以为他疯了。艾萨克会对自己的儿子菲利普·艾萨克·费雪说："菲利普，你做了什么，让我的孙子变成这样了？"

艾萨克的想法是错的。我的祖父这一代人在日常生活中经历的变化远远多于他们之前的任何一代人。他们生活在我们经常说的"美国工业革命"时期，那时人们的智力得到了前所未有的发挥，资本主义成了最强大的力量来源。在我祖父那一代人以前，每一代人的生活都没有什么差别。他们也许会迁徙，或者参加战争，也许他们的职业有所不同。在我祖父出生以前，人们日常生活的基本方面都是相同的。

我的父亲出生于1907年，他也见证了一些巨大的变化，他比我祖父看到的绝对变化还要多，但相对变化比较少。在2004年去世以前，他看到了私人飞机、集成电路和生物科技的出现。到了我这一代，世界正经历着更加剧烈的绝对变化，这个趋势仍然在继续，而相对变化相对于我祖父和父亲生活的年代倒没那么多了。我的三个儿子中最小的也有30多岁了。在他们看来，变化是非常普遍的现象。没错，现在看来变化的确很普遍，但它仍然是个新现象。一个普通人每天早上醒来都能参与改造世界，就像我的祖父是霍普金斯医学生的最早一批学生之一，或者我的父亲在成长型股票投资方面的工作一样——这本身就是很新鲜的。几个世纪以前普通人还没有改造世界的能力，只有几个特殊的人除外，例如艾萨克·牛顿。但现在每个人都可以这样做。我们现在生活在一个非常特别的时代里，只要我们愿意，就可以参与开发新事物，这在以前是难以想象的，而我们的后代会认为这没什么稀奇的。

我把这个过程叫作**变革**。现在，每一个普通人都可以对事物做出改变。牛顿是早期的一名变革主义者。工业革命使全世界涌现了大量的变革主义者，他们有非常丰富的想象力，同时能理解别人无法理解的事。

最开始只有科学家和资本主义者才能成为变革主义者。朱利叶斯·罗森沃德就是一名变革主义者，他成立了西尔斯·罗伯克公司，改变了人们一个世纪以来对零售业的看法。卡内基也是，还有福特。亚当·斯密撰写了《国富论》，因此他也是一位变革主义者。但大多数作家都不是，他们通常只是渐进主义者。爱因斯坦当然是变革主义者，还有很多其他科学家也是——有的很有名，有的不太有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名。近些年的变革主义者包括英特尔公司的联合创始人鲍勃·诺伊斯和戈登·摩尔，他们将自己的科学专业背景和对商业的敏锐结合在一起，为变革世界做出了自己的贡献。还有比尔·盖茨，他为小公司创造了与大公司同等发展的机会。查克·施瓦布也是一位……这个名单很长，几乎看不到头。但要成为一名变革主义者，你不必拥有很大的影响力。你要做的只是永远改变你周围的世界，这样别人通过你提出的新的科学和技术角度、知识和视野看到的世界就与之前不同。

我们的生活，每天的生活方式，已经被变革主义者彻底改变了。有时候我们意识不到周围的变化。我决定为红杉林生态委员会的肯尼思·L·费雪理事会捐款，部分原因在于我热爱红杉林，但同时因为它最初的负责人斯蒂夫·斯列特是一位变革主义者，他很快使人们改变了对红杉的印象。他的脑子里总有很多人们有能力解决，但仍未解决的问题。他也改变了人们了解红杉和大型树木的途径。如果没有他这样的变革主义者，我可能也不会为这个理事会捐款。

在资本市场中，你永远可以通过开辟新的方法来学习和建立资本市场技巧。你也能成为资本市场的变革者。可能在200年前这还很难实现，但今天非常容易。你每天醒来可以思考如何推翻人类现有的知识，并为开拓新的知识领域打开一个通道。本书的三个问题就实现了这样的目的，因此任何阅读本书的人都可以发掘自身的潜能，努力成为一名变革主义者。

在提出市销率的方法时，我就努力使自己成为变革主义者。在开展有关价值型小盘股的早期研究（在这个概念出现以前），并向全世界的投资机构证明它如何将方差和协方差的概念融入传统金融学理论有关平均方差最优的内容中时，我也在努力成为变革主义者。我不是牛顿，也不是鲍勃·诺伊斯。用任何标准来衡量，我都不能算是一个伟大的天才。但我会提出问题，你也一样。你也许会成为一个伟大的天才，可以理解我从来没能理解的问题，并成为一个优秀的变革主义者。

我始终没有放弃我的工作，因为在人类进化的当今阶段，最有趣的事就是我们都能参与到开发新事物、推翻原有错误理论的进程中。当然，我们也会犯错误，但我们一定会进步。你甚至会做得比我好。如果你比我年轻，那你有更长的时间去努力，你会给世界带来巨大的变化。我想很多人都不会有什么成果，因为他们不想这样做。但如果有一些年轻人明白自己要做什么，或者愿意思考本书的三个问题，有意愿变革金融和市场理论，他们将对资本市场的未来产生相当大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在自己的职业道路上不断向前走，最重要的原因在于我每天早上醒来以后都能给我周围的小世界带来改变，也许在未来，我能够利用这三个问题，尤其是第二个问题创造出新的事物，动摇旧观点。也许你也可以。

没错，管理资金是一件非常有价值的服务性工作，而且在这个大多数人都做不好的事情上做出成绩来也相当重要。但我不会天真地设想自己像100年以前霍普金斯医学院的毕业生一样救死扶伤。我也不是特蕾莎修女在资本市场中的代表。没错，很多客户都期待我们公司能运转良好，这也是一项很重要的工作——我很荣幸自己能承担这样的工作。但即使没有我，我们公司依然能实现既定目标。它已经走上正轨了，因此在我退休以后，它也能像现在一样正常运转。我到了这个年纪还在工作，最重要的原因就是我还有机会创造出新事物，为世界带来变化。

还有一个原因，就是我热爱资本主义。在我看来，资本主义是迄今为止人类最神圣、最完美的成就。在资本主义环境下，每个人生来都有平等的机会。穷人有机会变得富有，最有钱的人往往不是生下来就这样的，“福布斯400富豪榜”总在变动。比尔·盖茨出生于一个中上家庭，但他很快就成了美国最富有的人，创造出了历史上最庞大的集团。近200年内，世界上最伟大的发明和变革，以及最有成就的变革主义者都是在资本主义社会出现的。当代一些知名的学者都错误地批判资本主义，他们和第5章里提到的格特鲁德·斯泰因犯了同样的错误。

股票市场就是纯粹的资本主义的代表，你购买的股票不会因为你的肤色、性别、年龄、国籍等产生不同的结果。股价是由供给和需求，而不是由其他因素决定的。股市具有全球性、高效率和高波动性的特点，它永远能给人们带来惊喜。从很多方面来讲，我与“羞辱者”之间有着强烈的非爱即恨的关系。

通过写作本书，我也在向你传达一个理念：股市虽然难以预测，但不是无法击败的。那么你现在应该做什么呢？我希望你能迅速改善自己的学习曲线，推动资本市场的科学发展。我反复提及，只有掌握了其他人不了解的信息，你才能参与市场投资，并在长期的投资中跑赢市场。我没有把我知道的东西告诉你，教给你具体的分析方法，而是向你展示了如何在市场活动中运用科学的方法。具体的方法早晚会过时的，但本书的三个问题的影响力将一直持续下去。唯一能够帮助你我跑赢市场的是创新。在我看来，虽然市场上有各种书教导人们使用什么样的投资工具，我却没有发现在本书以前有任何一本有关投资的书告诉你如何独立创新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我就是在教你独立创新的方法。也许你认为我的说法有不对的地方，或者全部都是错的。没关系，我能接受你反对我。但我不希望你仅仅说我是错的，你还要证明给我看。如果你不相信我的观点，你要用具体的论证来证明我是错的。给我一个拟合系数，指出我的认知性错误，告诉我你理解而我未能理解的东西——写信告诉我。不要仅仅说我有多愚蠢而不给出证明，我不会浪费时间读这种信的，你怎么想不关我的事。我真诚地希望你能用批判的眼光来阅读本书。你可以自己寻找数据进行分析，并在很长的时期内选择不同的时间范围进行反复验证。你也可以参考外国的情况，确保自己的研究结果没有受到偶然因素的影响。要证明我是错的，你需要把所有的数据和分析过程给我看。

我不希望你只断定我是错的，却从来不给出证明，这不会有任何好处，只是在浪费时间。如果你认为我错了，还能用数据来证明，那你就不会伤害任何人，反而是在帮助自己，因为你发现并确认了一个事实。这时你也会发现，并不是所有人知道而且接受的事情都是正确的。如果你告诉我错在哪里，我会欣然接受。也许经过这个过程，你能找到一个新的对抗“羞辱者”的方法，那我就要恭喜你了。但如果你能指出我的错误，这说明我的研究方法是有效的，从这个角度来看我仍然是正确的——这难道不好吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢 Acknowledgments

当初有人请我来为本书撰写第 2 版的时候，我还在想："有这个必要吗？"我喜欢读以前出版的投资方面的书，因为可以从中学到很多——这些书讲述了在某个特定的时期对人们产生影响的因素有哪些、人们有什么样的想法，以及到现在这些因素有怎样的变化等。同样的道理，我觉得 2007 年出版的第 1 版仍然具有生命力，读者可以继续从中学到一些道理。

我到现在仍然这样认为，然而本书里有大量以前的数据和图表，更新它们的时候我发现了很有意思的一点，那就是过了这么多年它们仍然没有过时，毕竟过去 5 年发生了很多事。（我反对任何人去寻找资本市场历史上最平静的 5 年。人们往往认为最近几年是变化最大的时期，这个误解我在 2011 年撰写的《市场不会忘记》一书中澄清过。）2011 年年底，在我写作期间，历史上规模最大的熊市触底已经过去将近 3 年了，这三个重要的问题仍然有效，新的图表、数据和我的评论将证明这一点。

我再次将拉拉 · 霍夫曼斯邀请过来协助我对此书展开第一轮的编辑整理，并请她监督更新数据和图表这项浩大的工程。拉拉在我们公司担任网络杂志《Market Minder》的主编，负责带领团队编写面向客户的内容。如果她临时忙于其他事情，她的团队会接替她做这项工作，团队成员都是很出色的作家，包括托德 · 布利曼、阿曼达 · 威廉斯、伊丽莎白 · 德林杰和纳吉 · 斯里尼瓦。在其他方面协助拉拉的还有团队成员法布 · 奥纳尼（我十分佩服他在网络技术方面的才能）、莫莉 · 利涅斯克、科林 · 史密斯、杰克 · 甘布尔、伊夫琳 · 切亚、克里斯 · 布拉德、托马斯 · 麦可埃那利、钱内 · 麦吉、托马斯 · 佩雷斯和莉拉 · 阿米里，他们都受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪投资公司副总裁戴维 · 埃克里的领导。

筛选数据和更新图表这样烦琐的工作是由达尼埃尔 · 兰什和杰茜卡 · 伍尔夫完成的。在我过去每一次写书的过程中，他们都提供过帮助。我十分赞赏他们的勤奋、对细节的专注和一遍又一遍核对数据的过程中表现出来的耐心。马特 · 施拉德尔在我们公司担任研究分析与生产团队的领导人，在保证本书提供的数据（以及公司数据）尽可能准确方面发挥了很大的作用。

我还要特别感谢我在威利出版社（Wiley）的团队，尤其是劳拉 · 沃尔什，她如往常一样专业和耐心。

与写书相比，修订一本书要花费的时间要少得多，尤其是我非常幸运，得到了出版界这么多能人的帮助。我们公司的联席总裁斯蒂夫 · 特里普利特和达米安 · 奥纳尼在公司事务和本书的写作方面都一如既往地支持我。公司副主席杰夫 · 西尔克和安德鲁 · 托伊费尔与威廉 · 格拉泽和阿龙 · 安德森一道负责管理公司的投资组合。公司的员工是与我共事过的最富有智慧的人。

如果没有珍妮弗 · 周、伊丽莎白 · 安纳森、吉尔 · 希契柯克、格雷格 · 米拉蒙特斯、戴维 · 沃茨、皮尔逊 · 克莱尔、托马斯 · 格吕纳和贾斯廷 · 阿巴克尔的帮助，本书的第 1 版就不会与读者见面，当然也就没有出版修订版的必要了。迈尔 · 斯塔特曼（圣塔克拉拉大学金融学教授）和格罗弗 · 威克沙姆对本书的第 1 版提供了有益的建议，虽然不是所有的建议我都认同，但不管怎样，他们的贡献都使本书更加完善。我在这里还要感谢威利出版社的戴维 · 皮尤，他是第一个编辑本书的人；还有我的代理人杰夫 · 赫曼，他 7 年前建议我开始考虑撰写一本新书。

最后，我要感谢我的妻子谢里琳，这些年来她给予我极大的耐心和深厚的爱，并鼓励我完成了这部作品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因果关联与关联系数

在思考本书的三个问题时，你需要掌握基本的数据分析能力。下面我来告诉你们，这非常容易。你可以利用**关联系数**和**拟合系数**创造奇迹。通过这两个分析工具，你可以有效地证明两个事件之间没有关联。方法很简单，你只需要一台能连接互联网并安装了Excel的电脑就可以了。

首先，我们来找一些数据进行比较。为方便起见，我们可以研究一只股票在10天内与市场的关联程度。（10天期限太短，无法证明任何事，但可以提供一些简单的数据供参考。）

第一步

登录雅虎网站的金融板块（http://finance.yahoo.com）。如果你是一个网络高手，你可以根据自己的喜好在其他任何网站上搜索数据，并确保自己知道如何下载数据并复制、粘贴到Excel中。

- 点开标准普尔500指数（S&P 500）的链接。链接的位置非常明显，通常在页面顶部。
- 点击“历史价格”（Historical Prices）选项，它在页面左侧。
- 选择“每日价格”（Daily），从中选出一个较短的时间范围（可以根据自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的需求为第二步研究选择时间范围，我选择的是2006年1月1日~10日），然后点击“获取价格”（Get Prices），最后选择“以电子表格下载”（Download to Spreadsheet）。

- 现在你得到了一张Excel电子表格，上面有你选择的时间范围内的指数数据。
- 将“日期”（Date）和“收盘调整价格”（Adjusted Close）两列的内容复制到一张新的标签页中，暂时先不考虑其他数据。注意：周末和假日的数据空缺。（你需要“收盘调整价格”这项数据，因为它是根据股票的分割和股息水平调整过的。）

第二步

再回到金融板块选择一只具体的股票。我选择了通用电气（GE），因为它是基本面的股票。股票页面出现以后，点开价格列表，再遵循选择历史价格的步骤选择这只股票的价格信息。将得到的数据复制到已经建立的Excel表格中，放在标准普尔数据的旁边。现在你的Excel表应该跟下面的类似：

J8

	A	B	C	D
1				
2	日期	收盘调整价格	收盘调整价格	
3		标准普尔 500 指数	通用电气	
4	2006 年 1 月 10 日	1 289.69	34.67	
5	2006 年 1 月 9 日	1 290.15	34.86	
6	2006 年 1 月 6 日	1 285.45	34.94	
7	2006 年 1 月 5 日	1 273.48	34.71	
8	2006 年 1 月 4 日	1 273.46	34.80	
9	2006 年 1 月 3 日	1 268.80	34.85	
10				

这并不难，对吧？

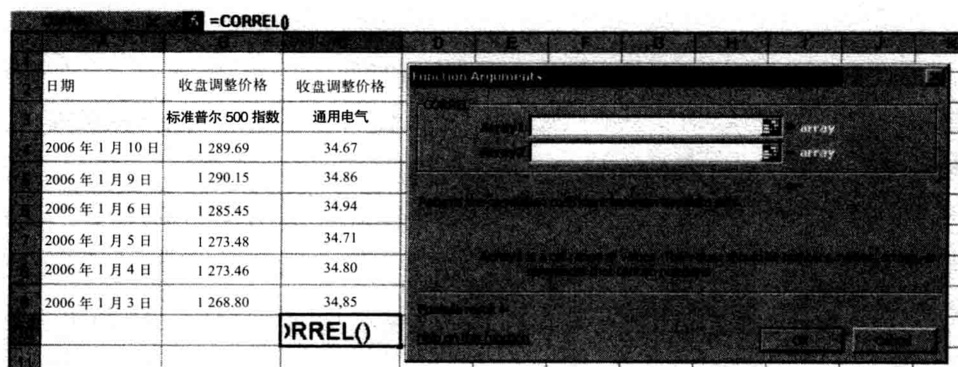
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

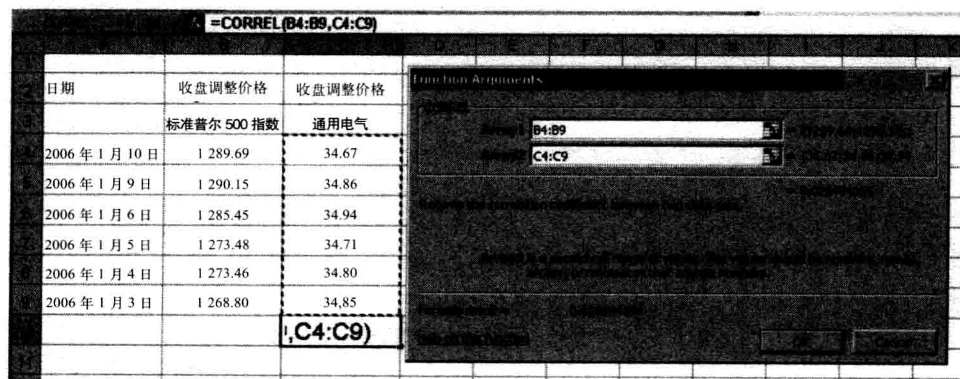
第三步

看到下面的公式别慌张，你用不上它，这就是关联系数的计算公式：

$$P_{xy} = \frac{Cov(r_x, r_y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

如果你有半年多没上过统计学课了，那就不要浪费心思考虑这个公式是怎么得到的。打开已经做好的Excel电子表格，选择一个空白的单元格，输入Correl函数，Excel就可以自动将关联系数计算出来。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

C10 =CORREL(B4:B9,C4:C9)

日期	收盘调整价格	收盘调整价格
	标准普尔 500 指数	通用电气
2006 年 1 月 10 日	1 289.69	34.67
2006 年 1 月 9 日	1 290.15	34.86
2006 年 1 月 6 日	1 285.45	34.94
2006 年 1 月 5 日	1 273.48	34.71
2006 年 1 月 4 日	1 273.46	34.80
2006 年 1 月 3 日	1 268.80	34.85
		0.028494

函数中需要两组“array”值，也就是你粘贴的两列数据。如图将每一列数据的对应序号添加到函数中，关联系数就出来了。你不需要去解非常复杂的数学题，或者弄懂上面的公式就能做出来。

从关联系数中可以看出，在你选择的时间范围内，通用电气与标准普尔 500 指数的发展有多大的相似度。如果关联系数接近 1.0，说明两者呈正相关（即走向相同）；接近 −1.0 则证明两者呈负相关（即走向相反）。如果关联系数接近零，那么两者之间几乎没有任何关联。记住，在很短的时间范围内，你找不到可以作为参考的依据。

第四步

到这里还没结束，还有一项看似困难实则简单的工作要做。为了充分理解两个变量之间的**关联程度**，你必须开展**回归分析**，计算**拟合系数**——很简单，就是关联系数的平方。假设关联系数是 0.5，那么拟合系数就是 0.25（$0.5 \times 0.5=0.25$）；如果关联系数是 0.85，那么拟合系数就是 0.7225。

拟合系数的作用是告诉你一个变量的变化与另一个变量在多大程度上是相关的。拟合系数为 0.7225 意味着一个变量的变化 72.25% 是由另一个变量引起的。

现在你可以利用关联系数来破解并不存在的因果关系，并找出更多的其他人不知道的信息了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有参考价值的新闻

下面是我于 1998 年 7 月 6 日为《福布斯》杂志撰写的专栏文章：

有一位名叫尼尔·贝尔的读者给我发邮件说，他为我“对 2000 年的问题缺乏关注而感到困惑”。我给他回信表示，我在 1995 年 3 月 13 日的专栏文章中提到过这个问题。他又告诉我应该好好读一读几个详细描述“千年虫”问题的网站，了解它的严重性。

我听取了他的建议，看了相关网站，但得出了一个结论：“千年虫”问题不会对股市造成严重影响，也不会给人们的生活带来多大的不便。

我的观点很简单：人们应该多关注媒体新闻，哪怕只是为了跟它唱反调。如果有不止一个网站对某一个问题展开了详细论述，那么这个问题或许并不存在，或者已经被市场充分定价了。有关市场的一个最基本的事实是，它（“巨大的羞辱者”）已经对所有已知信息进行了定价。因此，如果你意识到所有人都知道的事情要么是错的，要么已经没有影响力了，你就一定会成功。你可以关注别人都在说什么，但不要为它花钱，除非你的观点是相反的。

当时几乎所有人都在讨论“千年虫”问题，连美国证券交易委员会也表达了对该问题的担忧。所以根本没什么好担心的，这只不过是“羞辱者”的一个伎俩。这次的情况与人们对高市盈率的普遍担忧很类似。在市场上，导致你受损失的往往是你没发现的东西，因为造成市场变动的只有出人意料的事。互联网上那些铺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天盖地的报道都不能让人感到惊讶。如果某一只股票的市盈率很高，那么人们期待的是好消息，但它往往已经被市场充分定价，因此出现的经常是坏消息，让人措手不及。我从事这个职业已经有26年了，为《福布斯》杂志撰写专栏也进入了第15个年头，但现实从来没有让我失望：最明显的事件对市场没有什么影响力，让人意想不到的事情才能造成市场的变化。

1995年时我这样写过："如果你在媒体上不止一次听到过某一个投资观点或者重大事件，那它已经没有任何效用了。如果媒体评论员充分思考一条新闻并将它写出来，即使它再新也已经成为旧闻了。"

本着这个精神，我现在要告诉你：不要在意"千年虫"问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更没脑子的傻瓜

下面是我于 1999 年 10 月 18 日为《福布斯》杂志撰写的专栏文章：

以 1942 年为鉴的话，我们可以判断出今年年底会出现什么情况呢？“千年虫”问题不会对股市造成危害，它也许反而会对股市有积极的促进作用。

你可能会问：“千年虫”问题与 1942 年有什么关系？我认为，1942 年显示了股市的正常运转规律，如果放到现在，遇到“千年虫”这样的问题是不会造成大灾难的。那些担心“千年虫”会对市场造成影响的人其实并不了解市场。

这里有两个原则：首先，市场不会等到某一个事件已经被所有人都知道以后才行动，它会提前做出反应；其次，等待一些事情的发生来推动股价变化的人往往会被困住，最终因为其他人都开始采取行动而导致自己遭受损失。

1999 年的“千年虫”和 1942 年的希特勒，哪个问题更严重？1942 年，在没有人能想到盟军会赢得战争的时候，标准普尔 500 指数上涨了 20%。到了 1943 年，它的涨幅达到了 26%，1944 年又涨了 20%，1945 年上涨了 36%，在 1946 年达到顶峰。1946 年，很多人都开始卖掉股票，增加手中的现金量，等待股市的下跌，却发现股市没有下跌，又将手中的钱再次投到股市，抬高了股票价格，结果很早就持有股票的人获利。

市场是如何在明确的消息出来之前很长时间，即在 1942 和 1943 年的时候知道应该上涨的呢？因为它是市场。它在战争或者经济衰退等非常大的事件开始之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前下跌，并在事情进一步发展很久以前开始上涨。它永远提前一步做出反应，因此有一种说法叫“市场什么都知道”。它是所有已知信息的定价器，这意味着我们知道、关注、担心或者从媒体上了解到的任何事，市场都已经将它们充分定价了。

导致市场发生变化的是那些不是所有人都知道、担心或者谈论的事，从媒体上也看不到。但这些事并不是永远都不会被人知道，在一段时间过后，人们慢慢也会开始了解，只不过通常人们都对真正的原因视而不见。

例如，在 1996 年，几乎没人预测到外国资金大规模流入美国的情况会推动美国的牛市。我在 1997 年第一次向人们提出过这个问题，他们完全不知道发生了什么。

“千年虫”是现代历史上被宣传得最严重的“灾难”。到处都有它的记载：唯一不了解这个问题的就只有居住在亚马孙河上游的原住民了。我甚至不用具体解释它的背景，你就知道我在说什么。

我在附录二的专栏文章中，具体阐述了“千年虫”问题为什么不会对股市造成危害。但现在，随着 12 月 31 日越来越近，我将进一步分析另一波“千年虫”恐慌将如何推高股市。

有不少投资者都知道，股市通常在年底之前会出现一个购买股票的热潮。未来几周他们会感觉到“千年虫”问题已经失去威力了，到年底时那些坚定地认为这个问题非常严重的人将失去保持谨慎的基础。这些投资者会把“千年虫”的忠实追随者玩弄于股掌之间，在年底前把自己的钱投入股市去赚他们的钱。我从来都不敢预测股市短期内的走向，但我现在更相信年底之前股市将出现大涨。

因此，我仍然把所有的投资资金都用来购买股票，其中的 67% 购买了美国规模最大的前 25 只股票，另外 33% 用于购买欧洲和日本的大盘股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我讨厌基金

下面是我于 2001 年 8 月 20 日为《福布斯》杂志撰写的专栏文章：

共同基金是一个很重要的问题，对此我只能跟你说：我讨厌基金。你们当中的大多数也应该讨厌它。《福布斯》杂志的大多数订阅者都太有钱了（身家最少的也有 210 万美元），不适合购买基金。基金不是为这些有钱人准备的，而是为资金量小、寻求多样化投资的人设计的。但他们要为此付出代价，而且是很大的代价。

数年来，我一直努力在全世界范围内投资。现在我不会这样做了，因为外国基金和全球基金成本都很高。

全球免佣金的基金平均费用率达到了 1.8%，这些都是投资组合管理和经常性费用。另外还有一种软美元费，也就是交易佣金，即超出正常水平的竞争性费率，这笔钱用于支付给为基金撰写研究报告的经纪人。软美元费用需要购买基金的人支付，每年从基金资产中扣除 0.3%。这项研究费用该由基金公司来出，却加到了投资者身上，而且是合法的。

有时候人们自己也很迷惑，需要花钱请另外一个人或者机构来告诉他们选择哪种基金，因为对他们来说基金种类太多了，不太容易挑选。这种顾问费每年也要从总资产中扣除 1%。因此要建立一个全球性的股票投资组合，每年的费用就要占总资产的 3%。这时候你自己一定要保持头脑清醒。假如投资组合长期内获得 10% 的收益，这段时间通货膨胀率达到 3%，那么你的实际收益率就是 7%。每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3%的费用就花掉了收益的将近一半。最后你承担了股票的风险，却得到了类似于基金的收益，这个买卖太不划算了。

接下来是公司业绩问题。每个人都知道，共同基金的平均收益无法赶上市场的平均水平，但没有人知道其中的原因。这与股票的选择无关，而是一个结构性问题，下面是原因。

通常小企业会发行大量的基金，而大企业的基金非常少。这里面有很多原因，其中比较重要的一个是，对于投资组合经理来说，如果组合中只有通用电气和埃克森美孚这样的大公司的股票，那么要跟人解释为什么有大量的资金管理费用并不容易。因此在过去 10 年里，如果大公司的业绩超过了小公司，这意味着基金的收益低于标准普尔 500 指数的大盘股。

你可以量化两者之间的差距。投资组合中有所谓的加权平均市场资本总值。如果一种基金的 80%用于投资一只市值为 100 亿美元的股票，20%用于投资一只市值为 1 000 亿美元的股票，这样这个基金的加权平均市场资本总值就是 280 亿美元。一个投资标准普尔 500 指数的指数基金的加权平均市场资本总值为 1 100 亿美元，平均来说，美国所有股票基金的加权平均市场资本总值仅为 240 亿美元。

通常对于一种主动型基金来说，它的加权平均市场资本总值要达到 1 100 亿美元有很多限制。目前只有 15 家企业的总市值超过了这个数，而组成一种基金的股票数量远远超过了 15 只。

如果小企业的业绩超过了大企业，那会怎么样呢？基金收益仍然不及股票，至少主动型基金会这样。小盘股（总市值小于 50 亿美元的公司的股票）往往股价较低，而买卖差价较高。如果一个基金买入和卖出一只股票的价格分别为每股 20 美元和每股 20.50 美元，那它将损失 2.5%的交易费，这与 3%的年费一样糟糕。

所以我不喜欢基金。主动型基金成本非常高，被动型指数基金要便宜得多，而且标准普尔 500 指数基金的收益随着指数变化，也比较高，但我也不喜欢这类基金。为什么呢？因为要缴税。在缴税方面，基金没有任何优势，只有劣势。

喜欢基金的人，包括《福布斯》杂志的编辑们，经常说指数基金的税费较低。事实上，他们还没养成将税费加在投资者身上的习惯。但在过去 10 年里他们不断获得新的收益，说明他们在基金投资方面还是很成功的。如果到了大规模清偿费用的时候，指数基金需要卖掉成本较低的股票，这时候将税负转移到投资者身上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不可避免了。注意，即使是不用缴税的基金，也无法将资本的**损失**转移给投资者。如果你用资本的损失来抵消省下来的税费，那还不如直接购买股票。

每一个资本超过35万美元的人购买股票获得的收益都会超过基金。另外，股票的国际性更强，根据《福布斯》杂志每年的统计，除去1%的经纪费用之后，股票的收益仍然连续几年都超过了MSCI世界指数、EAFE指数以及标准普尔500指数。你几乎没什么损失。今年怎么样呢？我这一年以持有现金为主。如果我看涨股市行情，我也会推荐股票，而不是基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“年化”与“平均”

我们常常说“年化”收益和“年化”平均值。那么什么是年化平均值，它与传统的普通平均值有区别吗？

当然有。

传统的普通平均值，或者你的统计学教授常说的算术平均值与年化平均值（或者几何平均值）是不同的概念。普通平均值和算术平均值都是很不错的分析工具，但谈到收益的时候，我们经常使用年化平均值。为什么呢？因为算术平均值无法反映实际的投资收益情况。

为了进一步说明这个问题，我们假设一个指数有非常极端的收益。假设第一年该指数上涨了75%，第二年下跌了40%，第三年上涨了60%。你知道如何计算算术平均值：[75%+（–40）%+60%]/3=31.7%，于是得到了31.7%的平均收益。

要计算年化平均值，你需要将每年的涨幅加1，再把所有结果加起来，乘以总年数——这里是3年。最后把得到的数字减去1，这就是年化平均值18.88%。你用Excel电子表格很容易能计算出来，请参考下页图：

我将每一年的收益率加上1（75%加上1变成了1.75，–40%变成了0.6，依次类推），用所有数字之和除以年数（这里是3年）的倒数，然后把得到的结果减去1，就得到了上面的年化平均值。

现在我们有了两个完全不同的平均值：算术平均值是31.7%，年化平均值是18.88%。怎么会出现这种情况？这两个平均值都是正确的，但年化平均值更符合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Arial 10

B2 =(1.75*0.6*1.6)^(1/3)-1

	A	B	C	D	E	F
1						
2		0.188784				
3						
4						

实际，更有参考意义。

如果第一年你向一个指数投入 1 万美元，到第三年年底你会得到 1.68 万美元，这没有什么问题。但如果有人告诉你在这 3 年内指数的平均年收益率为 31.7%，那你就会期待得到 22 843.22 美元。另外 6 000 美元跑哪里去了？你没有损失一分钱，18.88%的年化平均值更好地说明了你这部分资产的变化情况。用它来计算一下：1 万美元，按 18.88%的年收益率投资，3 年后会得到 1.68 万美元。

你必须学会正确地计算投资组合的收益。假设有人卖给你一种共同基金，他会告诉你未来 10 年基金的平均收益率将达到 19%，高于基准 10%的平均值。他给你提供的是基金收益的算术平均值和基准收益的年化平均值。如果有几年基金收益相当高，基金的算术平均值就会升高，而年化收益要远远低于这个值。以后遇到类似的情况时，你一定要自己思考或者让对方提供年化平均值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《奥兹国（Oz）历险记》与一盎司（OZ）黄金

你知不知道,L · 弗兰克 · 鲍姆最开始写《奥兹国历险记》(又名《绿野仙踪》,出版于 1900 年，后拍成电影，成为脍炙人口的名著）的时候，并没打算把它写成童话故事？他最初并不致力于此，而是想写一篇语气强烈的政治讽刺小说和有关货币的寓言故事，反映 19 世纪 90 年代的经济辩论和政治活动。

不要试图从电影中找出这个故事的隐含意义。1939 年由原著改编的电影的确在那个黑暗的时代起到了抚慰人心的作用。如果读原著的话，1900 年的读者就不会看不出桃乐丝（故事中的主角）脚上银鞋子的深层意义。读到“奥兹”（Oz）这个词，你也许会一下子想到一盎司（OZ）黄金，这就是鲍姆的本意。

在 19 世纪 90 年代和 20 世纪初期，支持金本位制的人与认为应该放弃金本位制、用复本位制或银本位制来代替它的人展开了一场激烈的辩论。美国在 1879 年回归金本位制以后，经济上出现了严重的通货紧缩，全国的物价和工资水平普遍降低。美国内外出现了一系列政治问题，到 1893 年的金融大恐慌出现以后达到顶峰，受此影响，全球经济也出现了萧条。这虽然不是美国最严重的一次经济萧条，但也有很大的影响力。虽然我们现在知道当时对出现的问题负有责任的远远不止一方，同时美国经济的衰退是全球衰退趋势的一部分，但在美国，金本位制是其中的一个原因。

那个时候突然出现了大量强烈要求取消对铸造银币进行限制的人。威廉 · 詹宁斯 · 布赖恩是“解放白银”运动的核心人物。批评者认为这场运动导致了通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀，支持者则表示适度的通货膨胀是正常现象。在大众媒体上，白银的支持者与反对者之间的斗争愈演愈烈，甚至被简单地概括为“普通大众”（能从银本位制和通货膨胀中获益）与和政客关系密切的东部银行从业者（能从自己的地位中获益）之争。即使到了今天，“普通民众”与“大企业”之间的争斗仍在继续。有意思的是，很多事情永远不会改变。

鲍姆就是在这样的背景下写出了《奥兹国历险记》，他表现出自己对白银运动的支持，以及与其他民粹主义者一样对格罗弗 · 克利夫兰、威廉 · 麦金利和其他支持金本位制的政客的厌恶。他创造出来的所有形象在当时都有象征意义。

桃乐丝是一个贫穷却非常勇敢的农场女孩，她来自贫困的堪萨斯城（民粹主义运动的起源地），代表“普通大众”。从她的身上可以看到美国普通民众的特点：纯洁、善良、充满年轻人的活力和希望。奥兹城代表美国，尤其是东部曼哈顿地区，这里的人们盲目地推行金本位制。奥兹国还有一条黄砖路，很显然，黄色就是金子的颜色。

东方的巫师就是支持黄金的前民主党总统格罗弗 · 克利夫兰，在民粹主义者眼中，他就是一个十足的浑蛋，因为他于 1892 年当选总统（这是他第二次当选总统，第一次是在 1885~1889 年间，1888 年因输给了本杰明 · 哈里森而落选），在 1893 年的大恐慌开始时就在位。他被视为浑蛋的另一个原因是，他是一位支持金本位制的民主党总统，民粹主义者认为民主党人应当反对共和党人的金本位制，但他没有。正如克利夫兰在政治斗争中遭到驱逐一样，故事中的龙卷风（象征现实中的白银运动）将桃乐丝一家的房子吹走，落在了东方巫师的身上，巫师被压死，只留下了一双银鞋子。故事里的芒奇金人住在奥兹城的东部郊区，他们不知道这双银鞋子有什么威力。他们甚至无法在地图上找到堪萨斯城，于是派桃乐丝去找奥兹魔法师。

桃乐丝在路上遇到的第一个伙伴是稻草人——他代表美国西部的农民，被人看不起，实际上却很精明。他对有关白银的辩论不闻不问，因为奥兹城的人认为他脑子太笨，无法理解这么复杂的问题——至少在桃乐丝和她的银鞋子让他拥有大脑之前。下一个加入的是铁皮人，代表工人阶级。残忍的东部利益集团采用机械化生产，偷走了普通工人的技术，还有他们的心。与 19 世纪 90 年代的大多数工人一样，这个曾经感情丰富、身体健康的劳动者如今也失业了（他的铁皮已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生锈，无法再举起斧子了）。最后，胆小的狮子也加入了他们的行列。它代表的正是威廉·詹宁斯·布赖恩本人，他作为民主党候选人分别参加了1896和1900年的总统竞选，两次都输给了威廉·麦金利。

布赖恩的确有威慑力，但他最终还是一个失败者，也缺乏狮子般的能力和勇气。在19世纪90年代末期经济恢复以后，他的支持者当中出现了分裂。一些人认为他应该关注其他更加紧迫的政治问题；另一些人则希望他继续为争取白银的地位而斗争，不要屈服于东部利益集团。但布赖恩失去了勇气，他缺少的是一颗狮子般的心。

奥兹魔法师居住的绿宝石宫殿代表了白宫，里面充满了唯唯诺诺的官僚。魔法师本人看上去很友好，也愿意提供帮助，但他却将这四个伙伴派到了西方巫师那里，而她无法解决他们的问题。魔法师是马库斯·阿伦佐·汉纳的化身，后者来自俄亥俄州，是美国历史上最有权力的幕后政治领导人，经常被视为麦金利任总统时期的“幕后掌权人”。在19世纪90年代，他掌控了共和党的政治活动，甚至在很大程度上决定了麦金利的行为。魔法师这个角色本身没有真正的实力，只会给人造成幻觉，他反映出美国的政治不过是一场幻象。

西方的邪恶巫师代表了同样来自俄亥俄州的威廉·麦金利总统。为什么一个来自俄亥俄州的人会成为西方的巫师呢？很简单，如果从鲍姆的角度去思考，你会想到一切事情都是由纽约的邪恶势力——银行利益集团——来控制的，而纽约哈得孙河的西边就可以被称为“西部”。在那个年代，明尼苏达州和威斯康星州经常被称为“东北部”，因此东北航空公司就位于明尼苏达州。今天我们仍然把俄亥俄州看作中西部，而美国没有“中东部”这个说法。

麦金利固执地支持黄金和征税，在民粹主义者眼里比克利夫兰还坏。（虽然他将波多黎各、关岛、菲律宾群岛和夏威夷合并到美国领土，但他的反对者对他仍然没什么好感，还把他视为贪婪的暴君。）西方巫师急于在桃乐丝发现银鞋子的魔力之前把鞋子抢过去，还企图通过一系列的审判（前面提到的扩张领土的过程以及美西战争）将她和朋友们分开，削弱他们再次团结起来的能力，并想杀掉她（同时扼杀掉白银运动）。善良的南方女巫格琳达挥了挥自己的魔杖，帮桃乐丝和朋友们渡过了难关，反映了现实中南部地区人民为民粹主义运动提供了支持，使之免于彻底消失。最终，桃乐丝在银鞋子的帮助下回到了堪萨斯城。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个故事充满了政治和经济寓意。会飞的猴子、被囚禁起来的温基人（电影中这些情节被删掉了）、罂粟花田（代表金子）甚至奥兹魔法师给我们的小英雄们赠送的礼物（例如他送给不会喝酒的狮子的液体“勇气”，而布赖恩是一个有名的禁酒主义者），这些形象都有一定的象征意义。

你不相信我的话吗？1990 年，休 · 罗考夫写了一篇精彩的论文叫《<奥兹国历险记>的经济寓意》，在网上或者图书馆都能找到。他深入探讨了那个时代的经济、货币和政治背景，分析了角色特点。你先看看这篇文章，再回去读鲍姆的原著，就会感到豁然开朗。有时候你最喜欢的童话并没有它表面看上去那样简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重回 1980 年

下面是我于 2000 年 3 月 6 日为《福布斯》杂志撰写的专栏文章：

科技股现在正处于泡沫的晚期，到 2000 年年底科技股泡沫就会破裂。我通常不喜欢“泡沫”这个概念，它已经被人们用滥了。但我在 19 年之前经历过一次与此类似的泡沫，也看到了它是如何破裂的。现在科技股正面临着与 1981 年年初石油股同样的情况。

回顾一下 1980 年能源板块无法阻挡的强劲发展势头。当时通货膨胀已经达到了很高的水平，而且在继续发展，商品价格飙升，欧佩克作为一个垄断组织获得大量收益，两伊战争也开始爆发。到了 1980 年年底，油价已经升至每桶 33 美元，而人们普遍预测 4 年后油价将升到每桶 100 美元。没有人认为油价会下跌。

当时的情形再现了。但这一次人们讨论的热点问题不是油价将在 4 年内增加两倍，而是互联网访问者的数量激增。

这两次还有很多其他的相似之处，令人担忧。科技股占标准普尔 500 指数的份额从 1992 年的 6% 增长至 1998 年的 19%，到 1999 已经达到了 30%。与之类似，1972 年能源股占标准普尔指数的比重仅为 7%，1979 年就达到了 22%，到 1980 年年末增至 28%。你应该知道科技股当时的收益率有多高：1998 年为 44%，1999 年达到 130%。而 1979 年能源股的收益增长了 68%，1980 年上涨了 83%。

接下来能源股的泡沫就破裂了。到 1981 年年底，该板块在标准普尔 500 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的份额跌至 23%，其中下半年的跌幅最大。能源股收益减少了 21%，标准普尔 500 指数损失了 4.5%。在 1982 年，能源股又下跌了 19%，而标准普尔指数上涨了 21%。自 1980 年以来，能源板块年收益率为 9%，比标准普尔 500 指数中业绩高于它的一个板块低 3 个百分点。但能源产品消费量始终稳定增长。

美国 30 只规模最大的股票占美国股市总价值的 36%，其中有一半都是科技股。到 1980 年年底，美国 30 只规模最大的股票中正好一半是能源股。当然，如果你相信科技板块未来的需求将增加，那么从这个角度考虑没什么问题。但如果你认为股票的供给量会增加，那么这个角度就没意义了。

此外还有一个相似点：1980 年，能源股的市净率为标准普尔 500 指数平均市净率的两倍。现在，科技股的市净率达到了市场平均值的 2.5 倍。

再看看 1980 年和现在的IPO情况。1980 年能源板块的IPO占市场总量的 20%，导致美国股票总量增加了 2%。在 1999 年，科技板块的IPO达到了市场总量的 21%，再次将美国股票总量提高了 2%。虽然 2%听上去不算多，但实际上这个量非常大。新上市的公司在用光所有现金之后就会成为泡沫破裂的诱因。

大多数能源行业的IPO都用来开发不具有普世意义的资本市场技巧，或者在不寻常的地方开采石油。这些IPO都不是埃克森美孚这类开展石油开采、炼化和销售业务的纵向整合的大企业发行的。这个时期的IPO规模都不大：1980 美国 50 只最大规模的能源股都不是在 1979 或者 1980 年发行的IPO。最终这些IPO中的大部分都崩盘了。现在与那个时候不同，在 50 只规模最大的科技股中，有 11 只都是在 1998 年或 1999 年发行的IPO，这意味着如果这些IPO崩盘，其破坏力要比之前还要大。

大多数新成立的科技公司在这个行业都没什么地位，就像 1980 年发行IPO的小能源公司一样。销售量最大的互联网公司是哪一家？是亚马逊吗？不是，是英特尔。英特尔通过向消费者出售芯片，1999 年的在线业务超过了其他所有互联网公司的总和。联邦快递公司的网上业务超过了美国在线，也比雅虎在线业务多出了 17 倍。

大多数互联网板块的股票都是由营销公司发行的，这些公司通常都没有明确的发行策略。大多数网络销售公司都没有实际销售利润，这个空缺正是今年晚些时候可能出现灾难的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与 1980 年发行IPO的能源公司一样，这些新成立的科技公司也在大肆挥霍现金，企图引起公众的关注。到了 2000 年年底，大量公司会出现资金短缺的问题——现在已经有 40 家公司的资金无法满足未来 12 个月的需求。到那个时候，人们就会开始担心下一个出现资金短缺的是哪一家公司，导致很多运行良好的公司也受到牵连。人们对科技股的抛售会引起连锁反应，从小盘股到大盘股，甚至有可能对最稳定的几只科技股造成危害。

我现在并不知道哪些股票将首先开始崩盘。有一些坚持的时间会久一点，但大多数没有以良好公司形象为依托的股票最有可能损失惨重。这个结果不会马上出现，至少在 2000 年下半年以前不会出现。

上个月，我预测标准普尔 500 指数在 2000 年的走势趋于平行，科技股将下跌 15%。现在我还坚持这个观点。现在你应该减持科技股，只留下规模最大、表现最稳定的公司的股票。今年应该继续持有外国股票，同时降低对美国股市的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流行的方法也有缺陷

很多流行的投资方法都是有问题的，代价也很大。然而它们仍然很受欢迎，因为我们的大脑是有缺陷的，它们看上去非常对，同时我们往往不知道如何分析它们是否正确。有些方法（例如止损和平均成本法）是几十年前由经纪公司提出来的，用于增加交易量、赚得更多的交易费用。本书第一和第三个问题可以帮助你分析这些方法是否真的有效，以及你的大脑为什么认为它们很不错。

止损？倒不如说是止利

“止损”的概念（甚至是这个名称本身）非常吸引人，很容易看出它为什么对人们有强烈的吸引力。止损的意思是人为地设定一个下跌的比率（或者数量），如果一只股票的跌幅达到了这个限额，你就卖掉它，买入其他的股票。例如，如果你将止损率设为 15%，那你手中的股票没有一只的跌幅会超过 15%。这样就不会出现类似安然公司的灾难。听起来不错。你也可以选择其他的限额，例如 10%、20%或者 12.725%等，都行得通。这是一个控制机制。

但止损往往不会带来投资者期待的结果。一般情况下，采用这个方法的投资者都不会赢利，只能亏损。他们感觉不错的东西实际上并不好。为什么呢？因为股票并不是**序列相关**的，这意味着一只股票延续之前的走势或者向相反的方向走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的概率分别为50%。市场上充斥着大量的学术研究报告，以真实数据为依据，研究股价的历史变动，但这些报告与股票未来的变化毫无关联。即使你人为地设定股票下跌的幅度，你也无法预测下一步它将朝哪个方向走。

如果股票是序列相关的，你就可以单纯地购买已经上涨的股票，而不去买已经下跌的股票——放弃赔钱股，购买赚钱股，这正是趋势投资者（momentum investor）的做法。如果股票在长期内是序列相关的，那么趋势投资者获得的收益就会远远高出历史平均水平。但事实并非如此。

即使你固执地坚持使用止损的方法（我已经很努力地劝过你不要这样做了），你会把最低限额设在什么水平呢？很多人会选择10%或者20%这样的整数，但通常不会超过20%，因为如果他们认为止损的方法真的有效，那为什么要选择30%而不是20%呢？事实上，选择15%可能也比20%好一些，最好的当然是1%。但如果一只股票下跌了一定幅度，达到了止损的限额以后，它有50%的概率会继续下跌，另外50%的可能会上涨。

如果你将某一只股票的止损率设为20%，那它很有可能下跌了22%后开始反弹，最终上涨50%。结果是你不仅遭受了20%的损失、支付了交易费用，还要费心思选择另一只股票。你能保证你下一次购买的股票一定会上涨吗？如果它也下跌了怎么办？你可以一直按照这个标准来购买股票，一直到收支相抵。历史经验证明，没有一个止损率能带来超过市场的收益，不管是10%、20%、30%还是53%。

还有一种情况：假设埃米以50美元的价格购买了一只股票，它涨到了100美元。休在100美元的时候购买了这只股票，它随后下跌至80美元——从最高点下跌了20%。两人都应该在80美元的时候卖出吗？还是休更应该卖出，因为她的成本更高？这个问题没有正确的答案，因为过去价格的变动不能反映未来的情况。

一些人建议选择同一行业中类似的股票来代替之前被卖掉的那一只。这个做法又有什么好处呢？如果这个板块整体上涨，那么这两只股票都有可能上涨。不能根据人为设定的限额决定是否应该买入或者卖出股票，要看这只股票的未来发展趋势。

还有一些人建议在止损时不选择任何股票来代替被卖掉的股票，这样你就不会在熊市中遭受太多损失。但在牛市正常的回落期间，止损也容易导致大多数股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的销售量处于相对较低的水平。不要忘了，我们的目标应该是买低卖高，而不是买高卖低。止损带来的任何结果都是随机的，换句话说，它起不到任何作用。

止损能带来的唯一确定的结果就是增加交易成本。在一个只能产生随机结果的过程中，交易成本的增加就使止损成了一个赔钱的方法。

平均成本法：增加费用，降低收益

大多数投资者都坚定不移地认为平均成本法（DCA），即在长期内分摊投资费用，是一个很好的降低风险和增加收益的方法。如果你定期增加对 401（k）或者其他退休储蓄计划的投资，你就是在使用平均正本法。

定期向退休储蓄计划投资是一种非常理性的行为。首先，很多投资者没有足够的现金一次性地投资 401（k）、403（b）或者其他计划，而是选择定期小额投资。其次，很多企业都为员工设立了退休储蓄计划，员工账户在没有风险的前提下不断增长。我始终喜欢轻轻松松地赚钱。最后，你应该尽可能将所有闲置资金都用于退休储蓄。除此之外，其他形式的平均成本法代价都很大。

但不管怎么样，平均成本法第一眼看上去还是很诱人的。投资者担心他们会在相对高点买入股票，因此认为使用长期的平均成本法可以帮助他们分散风险。如果你在股票价格比较高的时候把所有钱都投进去，你会非常后悔，谁都不想这样。

但有一点几乎没有人想到：如果你把资金分成几部分，分开投资，那么所有资产的总交易费就会大幅升高，这些交易费全都进了经纪人的口袋里。在其他条件都不变的前提下，如果你的收益没有大幅增加，那么交易费用的上涨会给你带来损失。

然而，有数据显示，平均成本法对投资组合的风险和收益特征造成了危害。纽约州立大学布法罗分校的迈克尔 · 罗泽夫在 1990 年展开了一项有针对性的深入研究，将平均成本法与一次性投资法进行了对比。

他以标准普尔 500 指数为例，研究了 1926~1990 年间，每一年使用一次性投资法和 12 月期平均成本法投资的差别。研究结果非常明确：大约在 2/3 的年份里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一次性投资法的收益都高于平均成本法，收益水平也相对稳定。更重要的是，在整个时期，一次性投资法产生的平均年收益率比平均成本法高出 1.1%。如果以小盘股投资组合为例，那么一次性投资法的优势就更加明显了，平均年收益率比平均成本法高了 3.9%。

我们公司最近也开展了这项研究，得出的结论与上面的相似。总体来看，一次性投资法好于平均成本法，原因在于市场未来更有可能向更高的水平发展，虽然不绝对，但足以证明平均成本法是无效的。

找出平均成本法的不足并不需要展开复杂的数学运算或分析，而且得出的结果是非常有说服力的。由于人们遭受一定量损失的感受是获得同等量收益的两倍还多，再加上本书第三个问题，平均成本法这个迷思为什么仍然受欢迎就显而易见了。很多投资者仍然会使用平均成本法等有缺陷的方法，因为他们仍然担心如果一次性投资的决策错误，他们会损失全部资产，还会被别人嘲笑。人们都以为平均成本法有助于降低风险，因此是个好方法。但历史经验证明，平均成本法实际上增加了风险，同时降低了未来收益。不管从长期来看他们损失了多少收益，大多数投资者放弃收益的痛苦只有遭受损失的一半。

总而言之，平均成本法不会像你想象的那样发挥作用，可能只会增加交易费。就算放弃这个方法让你感觉自己做出了错误的决定，实际上你会得到更好的结果。在这种情况下，你的感受再次成了你的敌人，而也许在你以为自己已经打败了市场的时候，“羞辱者”正在利用你的错误感受给你制造麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

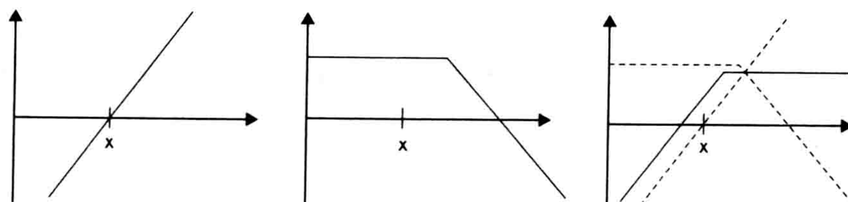
有保护的看涨期权，到底保护了什么？

有保护的看涨期权！就像止损一样，这个说法本身让人感觉不错。

但不要被它欺骗了。

有保护的看涨期权是由多头和卖出看涨期权组成的，它是指你能够获得即时收益（即通过卖出看涨期权获得溢价收益），但风险程度限制在看涨期权之内。你可以问一个喜欢有保护的看涨期权的人为什么喜欢它，他通常会说因为它很“安全”或者是“一种安全的获得收入的途径”。谁不喜欢通过安全的途径获得收入呢？但它真的安全吗？

为了回答这个问题，我们必须首先了解有保护的看涨期权到底是什么。我们可以在图表中画出期权执行日的潜在赔付额（见下图）。与其他所有类型的期权一样，有保护的看涨期权的潜在执行收益和损失的范围都是可知的。图中的横轴代



(a) 股票S的价值永远等于其支付的股息。S可能有无限大的收益或损失，具体与购买价格相关。

(b) 看涨期权的收益受到其权酬的限制，股价上涨可能导致其收益无限下跌。

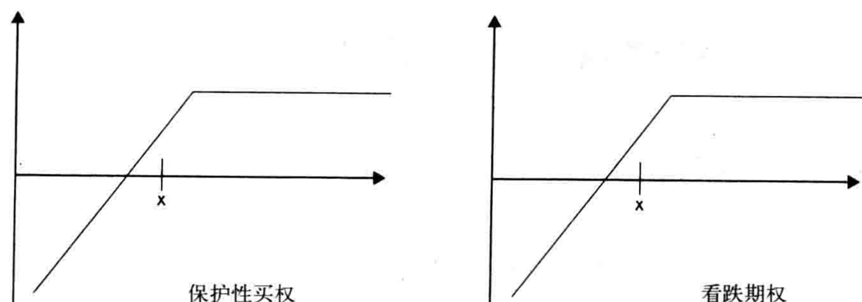
(c) S与看涨期权的结合能获得大于X的价值，收益因此成了固定的正数。如果S的价格降为零，这种组合依然有损失的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表执行日的股价，纵轴代表该期权的收益或损失，X点就是看涨期权的执行价格。

从图上看，如果股价升高，有保护的看涨期权赔付额是固定的（也就是限制了潜在的上涨），但股票下跌时它仍然要承担风险，只有在收到溢价收益时赔付额才会降低。

这样看来，有保护的看涨期权就没那么诱人了。事实上，它的赔付额与看跌期权完全相同（见下图），两者之间没有差别。金融学理论告诉我们，如果两个证券的费用相同，它们就是同一种证券。



很多投资者都不喜欢卖出看跌期权，却喜欢卖出有保护的看涨期权。因此，有保护的看跌期权也不具有安全性，这完全是他们想象出来的。

卖出看跌期权和有保护的看涨期权应该受到同等对待。这个例子很好地证明投资者经常被内容相同而外表不同的东西所迷惑。根据标准的金融学理论，投资者是理性的，不会被框架所迷惑，但事实并非如此，他们经常盲目地认为有保护的看涨期权是安全的，同时因为卖掉看跌期权的风险看上去太高而保留它——这就是被框架所迷惑。

所以，如果下一次有人建议你投资有保护的看涨期权，你应该告诉他们卖掉看跌期权：这完全是一回事。

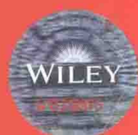
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据我在职业生涯中积累的经验，投资领域只有三个重要的问题。从我刚开始提笔撰写本书到现在，我的观点始终没有变过。

实际上，真正重要的问题只有一个，或者说，只有一个问题是真正重要的。金融学理论表达得很明确：开展市场投资行为，唯一理性的前提就是你确信在某种程度上，通过某种渠道，你能了解到一些别人不知道的信息。因此，唯一重要的问题就是：你知道什么别人不知道的事？

我所能做的就是告诉你们如何知道一些别人不知道的事。

—— 肯·费雪



WILEY





定价：68.00元